



Thomas Jutzi / Simon Schären\*

# Europäisches Finanzmarktrecht im Umbruch

## Neuausrichtung der Drittstaatenordnung?



### Inhaltsübersicht

- I. Einführung
- II. Europäisches Finanzmarktrecht
  1. Begriff
  2. Finanzmarktintegration und Finanzbinnenmarkt
  3. Institutionelle Architektur
  4. Rechtsetzung und Regulierung
    - 4.1 Modalitäten der Harmonisierung
    - 4.2 Rechtsetzungsverfahren
- III. Aktuelle Konzeption der Drittstaatenordnung
  1. Vorbemerkung
  2. Begriff und Regelungsbereich
  3. Anknüpfungspunkte
    - 3.1 Allgemeines
    - 3.2 Territorialitätsprinzip/Sitzprinzip
    - 3.3 Markortprinzip
    - 3.4 Auswirkungsprinzip
  4. Marktzugangsmechanismen
    - 4.1 Überblick
    - 4.2 Primat des Äquivalenzprinzips
    - 4.3 Alternative und hybride Mechanismen
  5. Ergebnis
- IV. Reformbestrebungen
  1. Hintergründe
  2. Institutionelle Rahmenbedingungen (ESA Review)
  3. EMIR-Reform (EMIR 2.2)
  4. Wertpapierfirmen (Investment Firm Review)
    - 4.1 Hintergrund
    - 4.2 Revision des Drittstaatenregimes von MiFID II/MiFIR
    - 4.3 Politische Intervention der ESMA
- V. Gesamtbetrachtung und Bewertung
- VI. Fazit und Ausblick

### I. Einführung

In den letzten Jahren hat sich ein *europäisches Finanzmarktrecht* herausgebildet, das durch eine zunehmende materiell-rechtliche Harmonisierung sowie institutionelle Zentralisierung geprägt ist.<sup>1</sup> Ziel dieser Regulierungsbestrebungen ist es, den Binnenmarkt und dessen Grundfreiheiten zu verwirklichen (sog. Finanzbinnenmarkt). In materiell-rechtlicher Hinsicht manifestiert sich dies in weitgehend vereinheitlichten Regeln bis hin zur Vollharmonisierung. In institutioneller Hinsicht entstand ein supranationales Aufsichts- und Behördensystem, das Europäische System der Finanzaufsicht (ESFS). Die beschriebene Dynamik wurde durch die jüngste Finanzkrise noch zusätzlich beschleunigt und steht derzeit aufgrund des (voraussichtlichen) Ausscheidens Grossbritanniens aus der EU (*Brexit*) vor einer weiteren Akzentuierung.

Als Nebenerscheinung dieser Entwicklungen entstand eine *supranationale Drittstaatenordnung*, welche die Drittstaatenbeziehungen europaweit einheitlich regelt. Zentraler Regelungsgehalt ist dabei u.a. auch der Marktzugang für Akteure aus Drittstaaten. Obschon diese Drittstaatenordnung zurzeit weitgehend fragmentiert ist, sind gewisse Grundstrukturen identifizierbar: Viele Drittstaatenregeln machen z.B. die Gewährung des Marktzugangs davon abhängig, dass das jeweilige Drittstaatenrecht mit dem relevanten Regelungsbereich des europäischen Finanzmarktrechts funktional gleichwertig ist (dieser Vergleichsmassstab wird als Äquivalenz bezeichnet). Vorteil dieses Konzepts ist aus Drittstaaten-sicht, dass das jeweilige Drittstaatenrecht im relevanten Regelungsbereich i.d.R. zum Surrogat des europäischen Rechts wird. Entsprechend müssen Drittstaatenakteure im Rahmen ihrer Tätigkeit im Binnenmarkt nur noch ersteres beachten. Konsequenterweise sind zudem für Bewilligung und Beaufsichtigung die lokalen Drittstaatenbehörden zuständig. Dieses vergleichsweise liberale Drittstaatsensystem hat sich inzwischen in diversen regulatorischen Bereichen etabliert und ist teilweise bereits

\* Prof. Dr. iur. Thomas Jutzi, Rechtsanwalt, LL.M., Ordinarius für Wirtschaftsrecht, Direktor am Institut für Wirtschaftsrecht, Universität Bern. Dr. iur. Simon Schären, Rechtsanwalt, LL.M., Lehrbeauftragter an der Universität Bern. Dieser Beitrag gibt den Stand per 31. Juli 2019 wieder (einschliesslich Aktualität der Internetzitate). Die Autoren danken lic. iur. Tina Balzli, Rechtsanwältin, LL.M., Partnerin bei PwC Legal Switzerland, wiss. Ass. MLaw Ksenia Wess und wiss. Ass. MLaw Damian Sieradzki für die kritische Durchsicht und wertvollen Hinweise.

<sup>1</sup> Vgl. dazu unten, Ziff. III.2.

erfolgreich umgesetzt worden. Dennoch gibt es derzeit diverse rechtspolitische Bestrebungen, die Drittstaatenordnung und deren Marktzugangsmechanismen zu *reformieren*. Diese Entwicklungen stellen über weite Strecken ein Parallelphänomen zum *Brexit*-Prozess dar, der die Ausrichtung der europäischen Finanzmarktpolitik spürbar beeinflusst. Dabei fällt auf, dass die meisten Reformbestrebungen die Drittstaatenordnung tendenziell *restriktiver* gestalten (wollen). Für Drittstaaten würde dadurch der Marktzugang zunehmend erschwert. Dieser Umstand erscheint problematisch, da die meisten Drittstaaten – darunter auch die Schweiz – den Marktzugang in Ermangelung spezifischer staatsvertraglicher Rahmenbedingungen unmittelbar aus den marktzugangsbezogenen Drittstaatenregeln und dem harmonisierten europäischen Finanzmarktrecht ableiten.

Die nachfolgenden Ausführungen sollen einen Beitrag zur Beschreibung und Erklärung der erwähnten Entwicklungen in der EU leisten. Dabei soll zunächst auf die Grundzüge des europäischen Finanzmarktrechts eingegangen werden.<sup>2</sup> Allgemeine europa- und finanzmarktrechtliche Grundlagen werden dabei nur in den Grundzügen beleuchtet und auf jene Punkte reduziert, die für die Erörterung des Kernthemas des vorliegenden Beitrags relevant sind. Anschliessend soll die dogmatische Struktur der Drittstaatenordnung des europäischen Finanzmarktrechts, so wie sie sich gemäss ihrer historischen Konzeption präsentiert, beleuchtet werden.<sup>3</sup> Aufbauend auf diesen Grundlagen werden in einem nächsten Schritt die Reformbestrebungen dargestellt und deren Einfluss auf die aktuelle Struktur der Drittstaatenordnung untersucht.<sup>4</sup> Ziel des darauf folgenden Teils ist es, die diversen Reformbestrebungen gesamthaft zu analysieren, vor dem Hintergrund der aktuellen rechtspolitischen und politökonomischen Tendenzen zu deuten und die möglichen Implikationen für Drittstaaten zu skizzieren.<sup>5</sup> Die gewonnenen Erkenntnisse werden schliesslich im letzten Teil zusammengefasst.<sup>6</sup> Da bei allen Ausführungen die europäische Drittstaatenordnung an sich im Vordergrund steht, wird die Stellung der Schweiz als spezifischer Drittstaat nur am Rande thematisiert.

## II. Europäisches Finanzmarktrecht

### 1. Begriff

Das europäische Finanzmarktrecht ist die Gesamtheit aller harmonisierten Normen, welche die europäischen Finanzmärkte und die dort erbrachten Finanzdienstleis-

tungen mit Binnenmarktbezug regeln.<sup>7</sup> Hierzu gehören insb. das europäische Bankrecht, das Kapitalmarktrecht sowie das Versicherungsrecht.<sup>8</sup> Das Vermögensverwaltungsrecht (bestehend aus individueller und kollektiver Vermögensverwaltung) wird z.T. als eigenständiges Teilrechtsgebiet betrachtet.<sup>9</sup> Die überwiegenden Kategorisierungsansätze ordnen das kollektive Vermögensverwaltungsrecht (Investmentrecht) hingegen dem Kapitalmarktrecht zu.

In materieller Hinsicht handelt es sich beim europäischen Finanzmarktrecht um einen Schnittstellenbereich, der Normen des Aufsichtsrechts, des Privatrechts und des Strafrechts umfasst.<sup>10</sup> Allerdings ist zu berücksichtigen, dass der Schwerpunkt der Harmonisierung das Aufsichtsrecht betrifft; eine systematische Vereinheitlichung der nationalen Zivilrechte wird nicht angestrebt.<sup>11</sup> Ähnlich verhält es sich in Bezug auf das Strafrecht, wo bloss eine partielle Rechtsangleichung zu verzeichnen ist.<sup>12</sup>

<sup>7</sup> NIAMH MOLONEY, EU Securities and Financial Markets Regulation, 3.A., Oxford 2014, 1 (zit. MOLONEY 2014). Diese Umschreibung beschränkt sich jedoch auf die *financial intermediation* und schliesst u.a. das Bankrecht nicht mit ein; PETER JUNG/ELIAS BISCHOF, Europäisches Finanzmarktrecht, Zürich/St. Gallen 2015, N 1 («Finanzdienstleistungsrecht der EU»); DIRK ZETZSCHE, Drittstaaten im Bank- und Finanzdienstleistungsrecht, in: Bachmann/Breig (Hrsg.), Finanzmarktregulierung zwischen Innovation und Kontinuität in Deutschland, Europa und Russland, Tübingen 2014, 47 ff., 49; FABIAN WALLA, § 4 Rechtssetzungsverfahren und Regulierungsstrategien, in: Veil (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, 2.A., Tübingen 2014, § 4 N 2.

<sup>8</sup> JUNG/BISCHOF (FN 7), N 2, unterscheiden anschaulich und nachvollziehbar zwischen «europäischer Kapitalmarktregulierung» und «europäischer Finanzmarktregulierung». Während der Kapitalmarkt nach dieser Kategorisierung bloss den Wertpapierhandel betrifft, schliesst der Finanzmarkt – umfassend – auch das Bankrecht und Versicherungsrecht mit ein.

<sup>9</sup> ZETZSCHE (FN 7), 49.

<sup>10</sup> JUNG/BISCHOF (FN 7), N 1 (explizit im Kontext des europäischen Finanzmarktrechts). Der Querschnittscharakter finanzmarktrechtlicher Normen wird überwiegend im Zusammenhang mit dem europäischen Kapitalmarktrecht betont; vgl. z.B. PETRA BUCK-HEEB, Kapitalmarktrecht, 10.A., Heidelberg 2019, § 1 N 46; SUSANNE KALSS, § 20 Kapitalmarktrecht, in: Riesenhuber (Hrsg.), Europäische Methodenlehre, 3.A., Berlin/München/Boston 2015, N 1; MARCUS LUTTER/WALTER BAYER/JESSICA SCHMIDT, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, ZGR Sonderheft 1, Teil 1, 6.A., Berlin/Boston 2018, N 14.11; RÜDIGER VEIL, Europäische Kapitalmarktunion, ZGR 2014, 544 ff., 548 ff. (zit. VEIL ZGR 2014); RÜDIGER VEIL, in: Veil (Hrsg.), Europäisches Kapitalmarktrecht, 2.A., Tübingen 2014, § 6 N 2 (zit. VEIL, in: Veil/Kapitalmarktrecht, § x N y).

<sup>11</sup> VEIL, in: Veil/Kapitalmarktrecht (FN 10), § 6 N 6; DIRK ZETZSCHE/DAVID ECKNER, Europäisches Kapitalmarktrecht, in: Hatje/Müller-Graff (Hrsg.), Enzyklopädie Europarecht (EnzEur), Bd. 6, Europäisches Privat- und Unternehmensrecht, Baden-Baden 2016, § 7A N 130 ff. und insb. 136 ff. (zit. EnzEuR-ZETZSCHE/ECKNER, § 7A N x). Auf der mitgliedstaatlichen Ebene können sich indessen durchaus vielschichtige Berührungspunkte zwischen Aufsichts- und Zivilrecht ergeben (KALSS [FN 10], § 20 N 38 ff.; VEIL, in: Veil/Kapitalmarktrecht, [FN 10], § 6 N 6).

<sup>12</sup> EnzEuR-ZETZSCHE/ECKNER (FN 11), § 7A N 132 ff.

<sup>2</sup> Vgl. dazu unten, Ziff. II.

<sup>3</sup> Vgl. dazu unten, Ziff. III.

<sup>4</sup> Vgl. dazu unten, Ziff. IV.

<sup>5</sup> Vgl. dazu unten, Ziff. V.

<sup>6</sup> Vgl. dazu unten, Ziff. VI.

## 2. Finanzmarktintegration und Finanzbinnenmarkt

Das europäische Finanzmarktrecht schafft den Rahmen für die Vollendung eines einheitlichen Markts für Finanzdienstleistungen (*Finanzbinnenmarkt*).<sup>13</sup> Die Vision des Finanzbinnenmarkts ist letztlich Ausfluss des übergeordneten Binnenmarktzels der EU.<sup>14</sup> Der Grundstein für die Schaffung des europäischen Finanzbinnenmarkts wurde Mitte der 1980er-Jahre mit dem *Weissbuch zur Vollendung des Binnenmarkts* gelegt.<sup>15</sup> Die Erkenntnis der Kommission war, dass eine finanzielle Integration und die Vertiefung des Binnenmarkts wesentlich von einer Liberalisierung der Finanzdienstleistungen und der Kapitalbewegungen abhängen.<sup>16</sup> Um diese Ziele zu verwirklichen, sollte ein integriertes Finanzsystem geschaffen werden.<sup>17</sup> Der zentrale aufsichtsrechtliche Mechanismus zur Gewährleistung dieser Finanzmarktintegration ist das sog. *Passport-System*, welches auf zwei wichtigen Binnenmarktpflichten basiert – der Mindestharmonisierung und der gegenseitigen Anerkennung.<sup>18</sup> Die Kom-

bination von Mindestharmonisierung und gegenseitiger Anerkennung ermöglicht es Finanzdienstleistern, die in einem bestimmten EU-Mitgliedstaat zugelassen worden sind, ohne zusätzliches Zulassungsverfahren auch in anderen EU-Mitgliedstaaten tätig zu werden;<sup>19</sup> es liegt somit letztlich eine aufsichtsrechtliche Analogie zum europarechtlich etablierten *Cassis-de-Dijon-Prinzip* vor.<sup>20</sup> Die laufende Aufsicht über die Tätigkeit des Finanzdienstleisters wird bei diesem System durch die Zulassungsbehörde am formellen Sitz des Finanzdienstleisters ausgeübt (sog. *Sitzlandprinzip*).<sup>21</sup> Aufgrund der Harmonisierung der Aufsichtsbestimmungen wird ergänzend zum Sitzlandprinzip sichergestellt, dass alle Finanzdienstleister europaweit die gleichen Regeln einhalten müssen (*common set of rules*).<sup>22</sup> Das beschriebene Passport-System dient der Verwirklichung der primärrechtlichen Niederlassungsfreiheit (Art. 45 ff., 49 ff. AEUV) sowie der Dienstleistungsfreiheit (Art. 56 ff. AEUV).<sup>23</sup> Darüber hinaus ist das Passport-System inzwischen auch auf der sekundärrechtlichen Ebene verankert worden und hat sich daher zu einem zentralen aufsichtsrechtlichen Prinzip des europäischen Finanzmarktrechts entwickelt. Wie im Kontext der Drittstaatenordnung und der Marktzugangsmechanismen noch zu zeigen sein wird, haben diverse sekundärrechtliche Erlasse das Passport-System auch im Verhältnis zu *Drittstaaten* anwendbar gemacht.<sup>24</sup>

Mit dem Projekt der *Kapitalmarktunion* konnte eine wesentliche Erweiterung und Vertiefung des Finanzbinnenmarkts und der damit angestrebten Finanzmarktintegration erreicht werden. Die Basis hierfür bildeten ein Grünbuch und ein Aktionsplan der Kommission aus dem Jahr 2015.<sup>25</sup> Der Aktionsplan enthält einen legislativen Massnahmenkatalog, mit dem ein Binnenmarkt für

<sup>13</sup> BRIGITTE HAAR, Organizing regional systems: The EU example, in: Moloney/Ferran/Payne (Hrsg.), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford 2015, 157 ff., 159; NADINE RUPPEL, Finanzdienstleistungsaufsicht in der Europäischen Union, Diss. Giessen 2013, JusIntEu, Bd. 100, Tübingen 2015, 31; ZETZSCHE (FN 7), 54; Weissbuch der Kommission an den europäischen Rat vom 28./29. Juni 1985 (Vollendung des Binnenmarkts), KOM(85) 310, N 101 (zit. Weissbuch 1985).

<sup>14</sup> Der europäische Binnenmarkt ist ein «Raum ohne Binnengrenzen, in dem der freie Verkehr von Waren, Personen, Dienstleistungen und Kapital gemäss den Bestimmungen der Verträge gewährleistet ist» (Art. 26 Abs. 2 Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union, AEUV [konsolidierte Fassung], ABl. C 326/47 vom 26. Oktober 2012, 0001 ff.). Als materielle Prinzipien zur Verwirklichung des Binnenmarkts gelten die sog. *Grundfreiheiten*. Diese werden wie folgt unterteilt: (i) freier Warenverkehr (Art. 28 ff. AEUV), (ii) freier Personenverkehr von Selbständigen und Unselbständigen (Art. 45 ff., 49 ff. AEUV), (iii) freier Dienstleistungsverkehr (Art. 56 ff. AEUV) und (iv) freier Kapital- und Zahlungsverkehr (Art. 63 ff. AEUV). Die Grundfreiheiten werden mitunter durch harmonisierende Rechtsakte des Sekundärrechts konkretisiert, wobei insb. Richtlinien im Vordergrund stehen (vgl. dazu WOLFGANG KILIAN/DOMENIK HENNING WENDT, *Europäisches Wirtschaftsrecht*, 6. A., Baden-Baden 2017, N 358 ff.).

<sup>15</sup> Weissbuch 1985 (FN 13), N 101 ff.; vgl. auch Mitteilung der Kommission an den Rat vom 23. Mai 1986 über ein Programm zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs in der Gemeinschaft, KOM(1986) 292; JUNG/BISCHOF (FN 7), N 2; LUTTER/BAYER/SCHMIDT (FN 10), N 14.19; EnzEuR-ZETZSCHE/ECKNER (FN 11), § 7A N 82.

<sup>16</sup> LUTTER/BAYER/SCHMIDT (FN 10), N 14.19; MOLONEY 2014 (FN 7), 22.

<sup>17</sup> LUTTER/BAYER/SCHMIDT (FN 10), N 14.19; MOLONEY 2014 (FN 7), 22.

<sup>18</sup> RUPPEL (FN 13), 31; vgl. auch IOSCO Task Force on Cross-Border Regulation Final Report, September 2015, 31 ff. (zit. IOSCO Final Report). Passporting wird durch die IOSCO wie folgt definiert: «Passporting (...) refers to a tool that is based on a common set of rules which are applicable in the jurisdictions covered by the passporting arrangement. Passporting of financial products and financial services providers allows the holder of a regulatory license or authorization in one jurisdiction that is a party to the passporting arrangement to offer the financial product or provide financial services covered by the authorization or license in any of the other jurisdictions which are parties to the arrangement. No further authorization requirements are needed. The home jurisdiction may

only issue an authorization or a license if the financial products or intermediaries meet an agreed set of rules.»

<sup>19</sup> IOSCO Final Report (FN 18), 32 (5.3. «Passporting in the EU»).

<sup>20</sup> Weissbuch 1985 (FN 13), N 102 ff., bezugnehmend auf EuGH, Rs. 120/78 (Rewe), Slg. 1979, 649, Rn. 8, 14 («*Cassis de Dijon*»); HAAR (FN 13), 159 ff.; KILIAN/WENDT (FN 14), N 373; MOLONEY 2014 (FN 7), 22 f.; RUPPEL (FN 13), 31.

<sup>21</sup> Weissbuch 1985 (FN 13), N 103 («Heimatlands-Kontrolle»); JUNG/BISCHOF (FN 7), N 96 ff.; HANS KUHN, Bank- und Finanzdienstleistungsverträge (Teil C, Handel mit Dienstleistungen), in: Kronke/Melis/Kuhn (Hrsg.), *Handbuch internationales Wirtschaftsrecht*, 2. A., Köln 2017, N 271; MOLONEY 2014 (FN 7), 23; RUPPEL (FN 13), 31, 36.

<sup>22</sup> Weissbuch 1985 (FN 13), N 102; MOLONEY 2014 (FN 7), 23; RUPPEL (FN 13), 31; IOSCO Final Report (FN 18), 31: «(...) a common set of rules which are applicable in the jurisdictions covered by the passporting arrangement» (Hervorhebung hinzugefügt).

<sup>23</sup> BUCK-HEEB (FN 10), N 34; JUNG/BISCHOF (FN 7), N 97; RUPPEL (FN 13), 36.

<sup>24</sup> Vgl. dazu unten, Ziff. III.4.

<sup>25</sup> Grünbuch zur Schaffung einer Kapitalmarktunion, COM(2015) 63 vom 8. Februar 2015; Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion, COM(2015) 468 vom 20. September 2015; LUTTER/BAYER/SCHMIDT (FN 10), N 14.176 ff.; VEIL ZGR 2014 (FN 10), 545 ff.

Kapital geschaffen werden soll.<sup>26</sup> Ausgangslage hierfür ist die Einsicht, dass die europäischen Kapitalmärkte nach wie vor fragmentiert und national ausgerichtet sind. Von einer stärkeren Integration der europäischen Kapitalmärkte erhoffte sich die Kommission die Schaffung besserer Anlagemöglichkeiten und eine bessere Finanzierung der Realwirtschaft. Dabei sollte insb. auch eine Orientierung weg von klassischer Bankfinanzierung hin zur vermehrten Finanzierung über den Kapitalmarkt angestrebt werden.<sup>27</sup> Die Kapitalmarktunion soll bis Ende 2019 vollendet und die legislativen Projekte umgesetzt werden. Eine Vielzahl der geplanten Vorhaben konnte inzwischen realisiert werden.<sup>28</sup>

### 3. Institutionelle Architektur

Die Finanzmarktaufsicht wird im europäischen Finanzmarktrecht durch das Europäische Finanzaufsichtssystem (*European System of Financial Supervision* – «ESFS») wahrgenommen.<sup>29</sup> Hierbei handelt es sich um einen mehrstufigen Verbund aus nationalen und supranationalen Aufsichtsbehörden.<sup>30</sup> Die Aufsichtsfunktionen können konzeptionell in Mikro- und in Makroaufsicht unterteilt werden:

- Die *Mikroaufsicht* wird durch die nationalen Aufsichtsbehörden (National Competent Authorities, «NCAs») und die drei europäischen Aufsichtsbehörden – «ESMA»<sup>31</sup>, «EBA»<sup>32</sup> und «EIOPA»<sup>33</sup> (zusammen: European Supervisory Authorities, «ESAs») – wahrgenommen.<sup>34</sup> Die Tätigkeiten der ESAs und der NCAs ergänzen sich gegenseitig. Während die laufende Aufsicht auf nationaler Ebene verbleibt, sind die ESAs für die Koordination und Überwachung der NCAs sowie für die Vereinheitlichung der Aufsichtsstandards zuständig.<sup>35</sup> In Ausnahmefällen ver-

fügen die ESAs über direkte Interventionsmöglichkeiten und über exklusive Zuständigkeitsbereiche.<sup>36</sup>

- Die *Makroaufsicht* wird durch den Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (*European Systemic Risk Board*, «ESRB») ausgeübt.<sup>37</sup> Der ESRB soll einen Beitrag zur Eindämmung von Systemrisiken für die Finanzstabilität in der EU leisten.<sup>38</sup> Systemrisiken sind gemäss Art. 2 lit. c S. 1 ESRB-VO «Risiken einer Beeinträchtigung des Finanzsystems, die das Potenzial schwerwiegender negativer Folgen für den Binnenmarkt und die Realwirtschaft beinhalten.» Die Hauptaufgaben des ESRB bestehen zunächst in der Informationserhebung und der Ermittlung der relevanten Systemrisiken (Art. 15 ESRB-VO). Werden dabei signifikante Risiken festgestellt, gibt der ESRB Warnungen und Empfehlungen für Abhilfemassnahmen ab (Art. 16 Abs. 1 ESRB-VO).

Eng verbunden mit dem ESFS ist das Projekt der *Bankenunion*.<sup>39</sup> Mit der Bankenunion sollen ein einheitlicher Aufsichtsmechanismus (*single supervisory mechanism*, «SSM»), ein einheitlicher Abwicklungsmechanismus (*single resolution mechanism*, «SRM») sowie ein System für eine gemeinsame Einlagensicherung (*European Deposit Insurance System*, «EDIS») geschaffen werden.<sup>40</sup> Das gemeinsame Fundament der Bankenunion stellt das sog. *single rule book* dar. Hierbei handelt es sich um ein einheitliches Regelwerk für alle Finanzinstitute in der EU, das die Kapitalanforderungen<sup>41</sup>, die Einlagensicherung<sup>42</sup> sowie die Bankenabwicklung und -sanierung<sup>43</sup> regelt.<sup>44</sup>

<sup>26</sup> Der Aktionsplan besteht aus 33 Massnahmen, die nachträglich um neun vorrangige Massnahmen ergänzt wurden (vgl. Communication from the Commission on the mid-term review of the capital markets union action plan, COM [2017] 292, 5 ff. [zit. Mid-term review]). Insgesamt lassen sich die Massnahmen in sieben wesentliche Hauptbereiche unterteilen (vgl. zum Ganzen LUTTER/BAYER/SCHMIDT [FN 10], N 14.180 ff.).

<sup>27</sup> Kritisch hierzu LUTTER/BAYER/SCHMIDT (FN 10), N 14.178, m.w.H.

<sup>28</sup> Mid-term review (FN 26), 4 ff.; Commission staff working document: Economic analysis accompanying the mid-term review of the capital markets union action plan, SWD(2017) 224.

<sup>29</sup> Zum Hintergrund und zur Geschichte JAKOB SCHEMMEL, Europäische Finanzmarktverwaltung, Diss. Hamburg 2016, SRR Bd. 11, Tübingen 2018, 5 ff.

<sup>30</sup> LUTTER/BAYER/SCHMIDT (FN 10), N 14.90 ff.; VEIL, in: Veil/Kapitalmarktrecht (FN 10), § 11 N 37 ff.; EnzEuR-ZETZSCHE/ECKNER (FN 11), § 7A N 91 ff.

<sup>31</sup> European Securities Markets Authority (ESMA).

<sup>32</sup> European Banking Authority (EBA).

<sup>33</sup> European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA).

<sup>34</sup> LUTTER/BAYER/SCHMIDT (FN 10), N 14.99, 14.118 ff.

<sup>35</sup> LUTTER/BAYER/SCHMIDT (FN 10), N 14.99; SCHEMMEL (FN 29), 64 ff.

<sup>36</sup> LUTTER/BAYER/SCHMIDT (FN 10), N 14.99, m.w.H.; MOLONEY 2014 (FN 7), 241 ff.; SCHEMMEL (FN 29), 286 ff.

<sup>39</sup> Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament und den Rat. Fahrplan für eine Bankenunion, COM(2012) 510 vom 12. September 2012; JUNG/BISCHOF (FN 7), N 7; LUTTER/BAYER/SCHMIDT (FN 10), N 14.137 ff.; vgl. allgemein zum Hintergrund STEFAN GRUNDMANN/HANS-W. MICKLITZ, The European Banking Union and Constitution – The Overall Challenge, in: Grundmann/Micklitz (Hrsg.), The European Banking Union, Oxford 2019, 1 ff.

<sup>40</sup> LUTTER/BAYER/SCHMIDT (FN 10), N 14.137.

<sup>41</sup> Die Kapitalanforderungen werden (i) durch die Richtlinie 2013/36/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen (...), ABL L 176 vom 27. Juni 2013, 338 ff. (CRD IV) und (ii) durch die Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen (...), ABL L 176 vom 27. Juni 2013, 3 ff. (CRR) geregelt.

<sup>42</sup> Die Einlagensicherung ist Gegenstand der Richtlinie 2014/49/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Einlagensicherungssysteme (...), ABL L 173 vom 12. Juni 2014, 149 ff. (DGSD).

<sup>43</sup> Die Richtlinie 2014/59/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen (...), ABL L 173 vom 12. Juni 2014, 190 ff. (BRRD) regelt die Abwicklung und Sanierung.

<sup>44</sup> LUTTER/BAYER/SCHMIDT (FN 10), N 14.144 ff.



## 4. Rechtsetzung und Regulierung

### 4.1 Modalitäten der Harmonisierung

Die mit der Finanzmarktintegration verbundene Rechtsangleichung wurde historisch vorwiegend mit dem Mittel der *Mindestharmonisierung* erreicht.<sup>45</sup> Als Rechtsetzungsinstrument wurde hierfür vorzugsweise die Richtlinie verwendet, die der Umsetzung in das nationale Recht bedarf.<sup>46</sup> Nach dem Konzept der Mindestharmonisierung müssen Mitgliedstaaten die harmonisierten Vorgaben als Mindeststandard einhalten, dürfen aber i.d.R. strengere Regeln einführen.<sup>47</sup> Die Mindestharmonisierung stellt dabei das notwendige Korrelat zum Sitzlandprinzip dar.<sup>48</sup>

Nachdem die Bewältigung der Finanzkrise von 2007/2008 zu einer grundlegenden Neuordnung der europäischen Finanzmarktarchitektur führte, wandte sich der europäische Gesetzgeber zunehmend vom Konzept der Mindestharmonisierung ab. Stattdessen wurde vermehrt eine *Totalharmonisierung* angestrebt, die regulatorische Themenbereiche abschliessend ordnet und den Mitgliedstaaten i.d.R. keinen Spielraum mehr bei der Umsetzung belässt.<sup>49</sup> Gleichzeitig ist ein Übergang vom Regulierungsgefäss der Richtlinie zur supranationalen *Verordnung* zu verzeichnen.<sup>50</sup> Ordnungsregulierung ist unmittelbar anwendbar und bedarf keiner Umsetzung in den Mitgliedstaaten.<sup>51</sup> Insgesamt ist somit eine Tendenz von umsetzungs- und interpretationsbedürftigen Vorgaben hin zu einheitlichen Regelungswerken (*single rule books*) zu beobachten.<sup>52</sup>

### 4.2 Rechtsetzungsverfahren

Das Rechtsetzungsverfahren des Finanzmarktrechts der EU weist im europarechtlichen Kontext einige Besonderheiten auf. Eine gesetzgebungstechnische Innovation geht auf den *Financial Services Action Plan* (FSAP) aus dem Jahr 1999 zurück, in welchem diverse materielle und formelle Massnahmen zur Förderung der Integration des europäischen Finanzmarkts vorgeschlagen wurden.<sup>53</sup> In gesetzgebungstechnischer Hinsicht wurde ein geeignetes Verfahren empfohlen, um mit der schnellen Entwicklung an den Finanzmärkten mithalten zu können.<sup>54</sup> Ein

solches Verfahren wurde in der Folge durch den *Lamfalussy*-Ausschuss erarbeitet, der im Rahmen seines Schlussberichts von 2001 die Einführung eines mehrstufigen Regulierungsprozesses anregte (heute bekannt als sog. *Lamfalussy*-Verfahren).<sup>55</sup>

Der formelle Gesetzgebungsprozess des *Lamfalussy*-Verfahrens erstreckt sich über die nachfolgenden *vier Stufen* (Levels):<sup>56</sup>

- Ausgangspunkt ist die Gesetzgebung auf der ersten Stufe (*Level 1*), wo ein *Basisrechtsakt* (Richtlinie oder Verordnung) erlassen wird.<sup>57</sup> Dieser Rechtsakt ist als Rahmenerlass konzipiert und bedarf der näheren Ausführung. Die ausführungsbedürftigen Bereiche werden im Basisrechtsakt selbst bezeichnet.<sup>58</sup> Zu diesem Zweck wird die Kommission mit dem Erlass von delegierten Rechtsakten (Art. 290 AEUV) und/oder Durchführungsrechtsakten (Art. 291 AEUV) ermächtigt. Die konkreten Modalitäten und die Art der Ausführungserlasse werden im Basisrechtsakt umschrieben.<sup>59</sup>
- Auf der zweiten Stufe der Gesetzgebung (*Level 2*) werden Ausführungserlasse durch die Kommission erlassen (delegierte Rechtsakte bzw. Durchführungsrechtsakte).<sup>60</sup> Die einschlägigen Rechtsakte sehen i.d.R. vor, dass die Kommission im Rechtsetzungsprozess besondere Ausschüsse einbeziehen muss, die für den jeweiligen Regelungsbereich geschaffen worden sind (sog. Level 2-Ausschüsse; vgl. z.B. Art. 51 Abs. 1 MiFIR<sup>61</sup> [europäischer Wertpapierausschuss]). Darüber hinaus haben die ESAs in diversen Regelungsbereichen die Kompetenz zum Erlass von technischen Regulierungsstandards (*regulatory technical standards*, «RTS») und technischen Durchführungsstandards (*implementing technical standards*, «ITS»).<sup>62</sup> Diese Standards werden anschliessend durch die Kommission in Form einer Verordnung oder eines Beschlusses formell verabschiedet.
- Die dritte Stufe des *Lamfalussy*-Prozesses (*Level 3*) umfasst die Ausarbeitung von *Leitlinien* und *Emp-*

<sup>45</sup> JUNG/BISCHOF (FN 7), N 91; EnzEuR-ZETTSCHKE/ECKNER (FN 11), § 7A N 18; vgl. zur Mindestharmonisierung auch oben, Ziff. II.2.

<sup>46</sup> VEIL, in: Veil/Kapitalmarktrecht (FN 10), § 3 N 15 ff.

<sup>47</sup> JUNG/BISCHOF (FN 7), N 91.

<sup>48</sup> Vgl. dazu oben, Ziff. II.2.

<sup>49</sup> JUNG/BISCHOF (FN 7), N 91.

<sup>50</sup> VEIL, in: Veil/Kapitalmarktrecht (FN 10), § 3 N 14.

<sup>51</sup> VEIL, in: Veil/Kapitalmarktrecht (FN 10), § 3 N 13.

<sup>52</sup> JUNG/BISCHOF (FN 7), N 91; EnzEuR-ZETTSCHKE/ECKNER (FN 11), § 7A N 89.

<sup>53</sup> Mitteilung der Kommission «Umsetzung des Finanzmarktrahmens: Aktionsplan» KOM(1999) 232 vom 11. Mai 1999 (FSAP); vgl. dazu RUPPEL (FN 13), 39 f.

<sup>54</sup> VEIL, in: Veil/Kapitalmarktrecht (FN 10), § 1 N 15.

<sup>55</sup> Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, Brüssel, 15. Februar 2001 (sog. «Lamfalussy-Bericht»); vgl. dazu ausführlich JUNG/BISCHOF (FN 7), N 3; MOLONEY 2014 (FN 7), 26 f.; LUTTER/BAYER/SCHMIDT (FN 10), N 14.42 ff.; RUPPEL (FN 13), 45 ff.; SCHEMMEL (FN 29), 13 ff.; VEIL, in: Veil/Kapitalmarktrecht (FN 10), § 1 N 16 ff.; EnzEuR-ZETTSCHKE/ECKNER (FN 11), § 7A N 86.

<sup>56</sup> LUTTER/BAYER/SCHMIDT (FN 10), N 14.46 (Übersicht), 14.46 ff.; detailliert RUPPEL (FN 13), 50 ff. (Level 1 und 2), 72 ff. (Level 3 und 4).

<sup>57</sup> LUTTER/BAYER/SCHMIDT (FN 10), N 14.47; RUPPEL (FN 13), 50 ff.

<sup>58</sup> LUTTER/BAYER/SCHMIDT (FN 10), N 14.49.

<sup>59</sup> LUTTER/BAYER/SCHMIDT (FN 10), N 14.49.

<sup>60</sup> LUTTER/BAYER/SCHMIDT (FN 10), N 14.48 ff.; RUPPEL (FN 13), 53 ff.

<sup>61</sup> Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente (...), ABl. L 173 vom 12. Juni 2014, 84 ff. (MiFIR).

<sup>62</sup> SCHEMMEL (FN 29), 207 ff. (zu RTS) und 230 ff. (zu ITS).

fehlungen durch die ESAs.<sup>63</sup> Dadurch soll die einheitliche Umsetzung und Anwendung der geschaffenen Rechtsakte in der Aufsichtspraxis sichergestellt werden.

- Auf der vierten und letzten Stufe (*Level 4*) soll schliesslich die fristgemässe Umsetzung und korrekte Anwendung der Basisrechtsakte und Durchführungsmassnahmen in das nationale Recht sichergestellt werden.<sup>64</sup> Diese Kontrollaufgabe kommt primär der Kommission zu, die bei Verstössen rechtliche Schritte einleiten kann.<sup>65</sup> Darüber hinaus verfügen auch die ESAs über Kompetenzen, um gegen Verletzungen des Unionsrechts vorzugehen.<sup>66</sup>

### III. Aktuelle Konzeption der Drittstaatenordnung

#### 1. Vorbemerkung

Nachfolgend soll die dogmatische Konzeption der Drittstaatenordnung des europäischen Finanzmarktrechts dargestellt werden. Ziel dieser Darstellung ist es, die *Marktzugangsmechanismen* innerhalb der Drittstaatenordnung der EU zu identifizieren. Dabei wird zunächst von der historischen Struktur der Drittstaatenordnung ausgegangen, um anschliessend im nächsten Teil der Abhandlung die geplanten Entwicklungen abbilden und untersuchen zu können.<sup>67</sup> Die Ausführungen beschränken sich auf regulatorische bzw. *aufsichtsrechtliche* Themen. Auf zivil- und strafrechtliche Problembereiche einschliesslich des einschlägigen Kollisions- und Verfahrensrechts wird nicht eingegangen. Marktzugangsbezogene Fragen des Wirtschaftsvölkerrechts werden ebenfalls nicht thematisiert.<sup>68</sup>

#### 2. Begriff und Regelungsbereich

Die Drittstaatenordnung des europäischen Finanzmarktrechts befasst sich mit der aufsichtsrechtlichen Regelung von *Drittstaatensachverhalten*.<sup>69</sup> Regelungsgegenstand

ist dabei insb. die Frage des Drittstaatenmarktzugangs. Als Drittstaaten können alle Staaten qualifiziert werden, deren natürliche und juristische Personen die Privilegien des europäischen Binnenmarkts nicht in Anspruch nehmen können.<sup>70</sup> Die Grundfreiheiten des Binnenmarkts

GER/ANDREA BIGLER, Fortress Europe: Die Äquivalenzverfahren der EU im Bereich der Finanzdienstleistungen, SZW 2019, 155–175; EILIS FERRAN, The UK as a Third Country Actor in EU Financial Services Regulation, Journal of Financial Regulation Vol. 3, issue 1, 2017, 40–65; THOMAS JUTZI/CHRISTOPH FEUZ, MiFID II, AIFMD und UCITS: Auswirkungen des EU-Vermögensverwaltungsrechts auf das grenzüberschreitende Geschäft Schweizer Finanzintermediäre, in: Jusletter vom 25. April 2016, Rz. 25 ff.; JOACHIM HOECK/CHRISTIAN RÖHL, Die Herausforderung regulatorischer Vielfalt, ZVglRWiss 2018, 526–541, 535 ff.; EVA MARIA KÖPFER, Anwendung und Auswirkungen des europäischen Kapitalmarktrechts auf Akteure aus Drittstaaten – Eine Analyse auf Basis der Umsetzung ins deutsche Recht und der Auswirkungen auf die Schweiz, Diss. St. Gallen 2015; MATTHIAS LEHMANN/DIRK ZETZSCHE, Drittstaaten im Finanzmarktrecht – Überlegungen zum Brexit, in: Zetzsche/Lehmann (Hrsg.), Grenzüberschreitende Finanzdienstleistungen, Tübingen 2018, 75 ff. (zit. LEHMANN/ZETZSCHE 2018 A); MATTHIAS LEHMANN/DIRK ZETZSCHE, How does it feel to be a third country? The consequences of Brexit for Financial Market Law, in: Fitzgerald/Lein (Hrsg.), Complexity's Embrace. The International Law Implications of Brexit, Waterloo 2018, 105 ff. (zit. LEHMANN/ZETZSCHE 2018 B); NIAMH MOLONEY, Brexit and financial services: (yet) another re-ordering of institutional governance for the EU financial system?, Capital Markets Law Review 55: 2018, 175–202 (zit. MOLONEY 2018 A); NIAMH MOLONEY, Capital Markets Union, Third Countries, and Equivalence: Law, Markets, and Brexit, in: Bush/Avgouleas/Ferrarini (Hrsg.), Capital Markets Union in Europe, Oxford 2018, 97 ff. (zit. MOLONEY 2018 B); NIAMH MOLONEY, The Age of ESMA, Oxford 2018, 341 ff. (zit. MOLONEY 2018 C); NIAMH MOLONEY, «Bending to Uniformity»: EU Financial Regulation With and Without the UK, Fordham Int. Law J., Vol. 40, issue 5, 2017, Article 2, 1335–1372 (zit. MOLONEY 2017 A); NIAMH MOLONEY, Brexit and EU Financial Governance: Business as usual or institutional change?, E. L. Review (2017) 42, issue 1, 112–128 (zit. MOLONEY 2017 B); NIAMH MOLONEY, Brexit, the EU and Its Investment Banker: Rethinking «Equivalence» for the EU Capital Market, LSE Law, Society and Economy Working Papers 5/2017, <http://www.lse.ac.uk/law/working-paper-series> (zit. MOLONEY 2017 C); DOERTE POELZIG/MAX BÄRNREUTHER, Die finanzmarktrechtlichen Konsequenzen des «Brexit», in: Kramme/Baldus/Schmidt-Kessel (Hrsg.), Brexit und die juristischen Folgen, Baden-Baden 2017, 153–176; ROLF SETHE, Rechtsangleichung im Schweizer Finanzmarktrecht – Heteronomer und autonomer Nachvollzug, Äquivalenz, Swiss Finish, in: Kohte/Absenger (Hrsg.), Menschenrechte und Solidarität im internationalen Diskurs, Festschrift für Armin Höland, Baden-Baden 2015, 345 ff. (zit. SETHE 2015); ROLF SETHE, MiFID II – Eine Herausforderung für den Finanzplatz Schweiz, SJZ 2014, 477–489 (zit. SETHE 2014 A); ROLF SETHE, Das Drittstaatenregime von MiFIR und MiFID II, SZW 2014, 615–631 (zit. SETHE 2014 B); ROLF H. WEBER/ROLF SETHE, Äquivalenz als Regelungskriterium im Finanzmarktrecht, SJZ 2014, 569–577; EDDY WYMEERSCH, Third-Country Equivalence and Access to the EU Financial Markets Including in Case of Brexit, Journal of Financial Regulation vol. 4, issue 2, 2018, 209–275 (zit. WYMEERSCH 2018 A); EDDY WYMEERSCH, Some Aspects of the Impact of Brexit in the Field of Financial Services, in: Bush/Avgouleas/Ferrarini (Hrsg.), Capital Markets Union in Europe, Oxford 2018, 81 ff. (zit. WYMEERSCH 2018 B); ZETZSCHE (FN 7), 47 ff., 74 ff. (regulatorische Ausführungen).

<sup>70</sup> ZETZSCHE (FN 7), 53. Nicht zu den Drittstaaten gehören in diesem Zusammenhang die Staaten des europäischen Wirtschaftsraums (EWR). Die EWR-Mitgliedstaaten Liechtenstein, Norwegen und Island setzen das Wirtschaftsrecht der EU weitgehend in ihr nationales Recht um und sind den EU-Mitgliedstaaten im Hinblick auf den Marktzugang und die Teilnahme am Binnenmarkt gleichgestellt (KUHN [FN 21], N 275 ff., 298; ZETZSCHE [FN 7], 53).

<sup>63</sup> LUTTER/BAYER/SCHMIDT (FN 10), N 14.51; RUPPEL (FN 13), 72 ff.; SCHEMMELE (FN 29), 65 ff. (Leitlinien) und 178 ff. (Empfehlung); vgl. z.B. Art. 16 ESMA-VO.

<sup>64</sup> LUTTER/BAYER/SCHMIDT (FN 10), N 14.52; RUPPEL (FN 13), 107 ff.

<sup>65</sup> LUTTER/BAYER/SCHMIDT (FN 10), N 14.52.

<sup>66</sup> LUTTER/BAYER/SCHMIDT (FN 10), N 14.52, 14.121, 31.14; SCHEMMELE (FN 29), 287 ff.

<sup>67</sup> Vgl. dazu unten, Ziff. IV.

<sup>68</sup> Vgl. hierzu KUHN (FN 21), N 245 ff.; ZETZSCHE (FN 7), 66 ff.; weiterführend CARLO MARIA CANTORE, The Prudential Carve-out for Financial Services. Rationale and Practice in the GATS and Preferential Trade Agreements, Cambridge 2018.

<sup>69</sup> Vgl. zur *Drittstaatenordnung* und den Marktzugangsbezügen eingehend JOHN ARMOUR, Brexit and financial services, Oxford Review of Economic Policy, Vol. 33, No. S1, 2017, 54–69; FRANCA CONTRATTO, Sanktionen. Neue Gretchenfrage im Ringen um den Marktzugang in die EU?, SZW 2018, 653–666; SUSAN EMMENEG-

wirken grundsätzlich nur intern, so dass Drittstaatenakteure nicht in deren Genuss kommen. Die einzige Ausnahme hierzu ist die auch im Verhältnis zu Drittstaaten wirkende Kapitalverkehrsfreiheit (Art. 63 ff. AEUV). Diese tritt gemäss Rechtsprechung des EuGH im Finanzdienstleistungskontext indessen hinter die Kapitalverkehrsfreiheit zurück.<sup>71</sup> Eine Besonderheit ist die Inanspruchnahme der sog. passiven Dienstleistungsfreiheit («Reverse Solicitation»)<sup>72</sup>. Hierbei wendet sich ein europäischer Kunde proaktiv an einen Finanzdienstleister in einem Drittstaat. Die Kundenbeziehung untersteht diesfalls i.d.R. dem Aufsichtsrecht des Drittstaats; die aufsichtsrechtlichen Bestimmungen des europäischen Finanzmarktrechts kommen demgegenüber nicht zur Anwendung. Dieses Prinzip ist in diversen sekundärrechtlichen Erlassen positiviert worden.<sup>73</sup>

Die EU hat die Regelung von finanzmarktrechtlichen Drittstaaten Themen historisch grundsätzlich ihren Mitgliedstaaten überlassen.<sup>74</sup> Dazu gehörten i.d.R. auch lokale bzw. nationale Marktzugangsfragen. Im Zuge der regulatorischen Bewältigung der Finanzkrise setzte allerdings ein Trend zur Harmonisierung der Drittstaatenordnung ein.<sup>75</sup> Entsprechend enthalten nun diverse Erlasse des Sekundärrechts einheitliche Drittstaatenregeln, die mitunter auch Marktzugangsaspekte thematisieren. Soweit die EU bestimmte Drittstaatsverhältnisse harmonisiert, dürfen die Mitgliedstaaten nur noch dort eigenständige Regelungen einführen, wo das entsprechende Sekundärrecht einen Spielraum hierzu einräumt. Diese Einschränkung gilt sowohl für die nationale Rechtsetzung als auch für allfällige (bilaterale) staatsvertragliche Regelungen mit Drittstaaten.<sup>76</sup>

### 3. Anknüpfungspunkte

#### 3.1 Allgemeines

Das europäische Finanzmarktrecht lässt sich im Hinblick auf seine materielle Geltung nach verschiedenen Anknüpfungspunkten systematisieren.<sup>77</sup> Aufgrund dieser Systematisierung können die Konturen der Drittstaat-

tenordnung und der daraus abgeleiteten Marktzugangsmechanismen skizziert werden.<sup>78</sup>

#### 3.2 Territorialitätsprinzip/Sitzprinzip

Ausgangspunkt für die Systematisierung bildet das *Territorialitätsprinzip* bzw. das *Sitzprinzip*. Dieses Prinzip knüpft an den Ausübungsort einer bestimmten aufsichtsrechtlich relevanten Handlung eines Finanzinstituts an.<sup>79</sup> Entsprechend ist die Aufsichtsbehörde am Ort von Sitz und Hauptverwaltung des Finanzdienstleisters für die Zulassung und laufende Aufsicht zuständig.<sup>80</sup> Dieses Konzept kommt bei den meisten zulassungspflichtigen Instituten zur Anwendung. Als Beispiele hierfür können die Regulierungen über Kreditinstitute (Art. 3 Abs. 1 Nr. 39 CRD IV i.V.m. Art. 4 Abs. 1 Nr. 43 CRR), Wertpapierfirmen (Art. 67 MiFID II<sup>81</sup>) oder Verwalter alternativer Investmentfonds, sog. AIFM (Art. 6 Abs. 1 i.V.m. Art. 4 Abs. 1 lit. q AIFM-RL<sup>82</sup>), genannt werden.<sup>83</sup>

Aufgrund des Territorialitätsprinzips ist das europäische Finanzmarktrecht grundsätzlich nur auf Institute mit Sitz und Hauptverwaltung in der EU anwendbar; Ausnahmen hierzu werden nachfolgend besprochen.<sup>84</sup> Umgekehrt heisst dies auch, dass Drittstaateninstitute im Binnenmarkt grundsätzlich nur tätig werden können, wenn sie sich nach den lokalen aufsichtsrechtlichen Bestimmungen organisieren, was vielfach eine lokale Zulassung voraussetzt (*national treatment*).<sup>85</sup> Soweit Drittstaatenregeln des Sekundärrechts ausnahmsweise einen Marktzugangsmechanismus für Drittstaateninstitute aufweisen, werden i.d.R. materielle Anforderungen an das Aufsichtsrecht des entsprechenden Drittstaats gestellt, die den lokalen europäischen Bestimmungen entsprechen.<sup>86</sup>

<sup>71</sup> JUNG/BISCHOF (FN 7), N 33; KUHN (FN 21), N 287 ff., 292; EuGH Rs. C-452/04, Slg. 2006, S. I-09521 – Fidium Finanz AG, Rz. 36 ff.

<sup>72</sup> Vgl. hierzu statt vieler LEHMANN/ZETZSCHE 2018 A (FN 69), N 11 f.

<sup>73</sup> Vgl. z.B. Art. 46 Abs. 5 UAbs. 3 MiFIR; eingehend dazu LEHMANN/ZETZSCHE 2018 A (FN 69), N 11 f.; SETHE 2014 B (FN 69), 621 ff.

<sup>74</sup> KUHN (FN 21), N 299.

<sup>75</sup> KUHN (FN 21), N 299; ZETZSCHE (FN 7), 73 f.

<sup>76</sup> Der Vorteil der Harmonisierung als Surrogat für bilaterale staatsvertragliche Regelungen liegt in der Schaffung von *Marktzugangs-gleichheit* (vgl. hierzu ZETZSCHE [FN 7], 73). Haben Mitgliedstaaten die Möglichkeit, Marktzugangsverhältnisse mit bilateralen Staatsverträgen individuell zu regeln, werden Mitgliedstaaten mit grossen Absatzmärkten und starkem politischem Einfluss bevorzugt. Diese können Drittstaaten i.d.R. grössere Zugeständnisse machen.

<sup>77</sup> Grundlegend hierzu ZETZSCHE (FN 7), 127 ff. («Grundlinien») und insb. 133 ff.; darauf aufbauend LEHMANN/ZETZSCHE 2018 A (FN 69), N 5 ff.; LEHMANN/ZETZSCHE 2018 B (FN 69), 107 f. und

EnzEuR-ZETZSCHE/ECKNER (FN 11), § 7A N 43 ff.; ähnlich auch POELZIG/BÄRNREUTHER (FN 69), 161.

<sup>78</sup> Vgl. dazu unten, Ziff. III.4.

<sup>79</sup> LEHMANN/ZETZSCHE 2018 A (FN 69), N 5, sprechen von *Territorialitätsprinzip*; POELZIG/BÄRNREUTHER (FN 69), 162 ff. und ZETZSCHE (FN 7), 134, bezeichnen dieses Konzept als *Sitzprinzip*.

<sup>80</sup> LEHMANN/ZETZSCHE 2018 A (FN 69), N 6.

<sup>81</sup> Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente (...), ABL L 173 vom 12. Juni 2014, 349 ff. (MiFID II).

<sup>82</sup> Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds, ABL L 174 vom 1. Juli 2011, 1 ff. (AIFM-RL).

<sup>83</sup> LEHMANN/ZETZSCHE 2018 A (FN 69), N 6; ZETZSCHE (FN 7), 134.

<sup>84</sup> Vgl. dazu unten, Ziff. III.3.4.

<sup>85</sup> IOSCO Final Report (FN 18), 7 ff. National treatment wird dabei wie folgt definiert (IOSCO Final Report [FN 18], 7): «National treatment (...) refers to a tool in which entities domiciled in or operating from foreign jurisdictions are generally treated in the same manner as domestic entities in terms of market access and ongoing regulatory requirements, regardless of the effectiveness of the foreign regulatory regime or how it may compare to the domestic one. (...) Foreign entities are commonly required to register or obtain authorization, approval or licenses from the domestic regulator on the same basis as domestic entities.»

<sup>86</sup> ZETZSCHE (FN 7), 134; vgl. dazu unten, Ziff. III.4.2.



### 3.3 Marktortprinzip

Das *Marktortprinzip* bzw. *Vertragsortprinzip* knüpft an den Ort an, an dem eine Transaktion stattfindet bzw. ein Vertrag abgeschlossen wird.<sup>87</sup> Dieses Prinzip kommt insb. bei der rechtlichen Ordnung der Marktformen (Art. 44 ff. MiFID II i.V.m. Art. 3 ff. MiFIR), den Regeln zur Marktintegrität (Art. 2 Abs. 4 MAR<sup>88</sup>), den Vertriebsregeln im Prospekt- und Investmentrecht (Art. 29 Prospekt-VO<sup>89</sup>, Art. 31 ff. AIFM-RL, Art. 16 Abs. 3, Art. 24 ff. MiFID II) sowie im Übernahmerecht (Art. 4 Abs. 2 Übernahme-RL<sup>90</sup>) zur Anwendung.<sup>91</sup>

Im Rahmen des Marktortprinzips bzw. des Vertragsortprinzips sind Drittstaatenregeln insofern entbehrlich, als der Anknüpfungsort mit dem regelmässigen Aufenthaltsort (Wohnsitz) des passiven EU-Anlegers zusammenfällt.<sup>92</sup> Dies ist insb. bei der Vertriebsregulierung der Fall.

### 3.4 Auswirkungsprinzip

Eine dritte Kategorie von finanzmarktrechtlichen Normen knüpft schliesslich an den Umstand an, dass sich ein bestimmtes Verhalten auf dem europäischen Finanzmarkt erheblich *auswirkt* (*Auswirkungsprinzip*).<sup>93</sup> Das Auswirkungsprinzip steht bei all jenen Drittstaatsverhalten im Vordergrund, bei denen der Anleger- oder Systemschutz aufgrund des Drittstaatenbezugs untergraben werden könnte.<sup>94</sup> Zu den Regelungsbereichen, die vom Auswirkungsprinzip erfasst werden, können insb. der Zugang zu EU-Handelsplätzen und zentralen Gegenparteien bzw. CCPs (Art. 38 Abs. 1, 28 Abs. 4 MiFIR), Ratingagenturen (Art. 4 Rating-VO<sup>95</sup>), Zentralverwahrer (Art. 19 Abs. 6 CSDR<sup>96</sup>), die Tätigkeit

von CCPs und das Betreiben von Transaktionsregistern (Art. 25, 75 ff. EMIR<sup>97</sup>), das Insiderrecht (Art. 2 Abs. 3 und 4 MAR) sowie die Leerverkaufsregulierung (Art. 1 Abs. 1 lit. a Leerverkaufs-VO<sup>98</sup>) gezählt werden.<sup>99</sup>

Da sich die jeweiligen Regelungen konsequenterweise auch auf Personen erstrecken müssen, die in Drittstaaten agieren, führt das Auswirkungsprinzip in Einzelbereichen zur *Extraterritorialität* des europäischen Finanzmarktrechts.<sup>100</sup> Die Wirkungen der Extraterritorialität werden indessen durch das marktzugangsbezogene Äquivalenzprinzip relativiert. Wie noch zu zeigen sein wird, führt dieses Prinzip dazu, dass das Drittstaatenrecht unter gewissen Voraussetzungen als Surrogat des europäischen Rechts fungiert.<sup>101</sup>

## 4. Marktzugangsmechanismen

### 4.1 Überblick

Obschon Drittstaatenakteure am Binnenmarkt nicht teilnehmen können, stellt das europäische Finanzmarktrecht diverse (grenzüberschreitende) Marktzugangsoptionen zur Verfügung.<sup>102</sup> Diese Optionen gewähren Finanzdienstleistern aus Drittstaaten in vielen Bereichen Freizügigkeiten, die jenen Privilegien gleichen, die Finanzdienstleister aus der EU für sich in Anspruch nehmen können. Dies schliesst in gewissen Bereichen u.U. auch ein paneuropäisches *Passporting* mit ein.<sup>103</sup> Grundlage dieser Marktzugangsmechanismen sind Drittstaatenregeln, welche punktuell in einzelnen sekundärrechtlichen Erlassen enthalten sind. Die Marktzugangsoptionen beschränken sich jeweils auf isolierte Regelungsbereiche, so dass das Marktzugangskonzept insgesamt fragmentiert bleibt.<sup>104</sup> Einen globalen, d.h.

<sup>87</sup> LEHMANN/ZETZSCHE 2018 A (FN 69), N 6; POELZIG/BÄRNREUTHER (FN 69), 167; ZETZSCHE (FN 7), 133.

<sup>88</sup> Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (...), ABL. L 173 vom 12. Juni 2014, 1 ff. (Marktmissbrauchsverordnung, MAR).

<sup>89</sup> Verordnung (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist (...), ABL. L 168 vom 30. Juni 2017, 12 ff. (Prospekt-VO).

<sup>90</sup> Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote, ABL. L 142 vom 30. April 2004, 12 ff. (Übernahme-RL).

<sup>91</sup> LEHMANN/ZETZSCHE 2018 A (FN 69), N 6; POELZIG/BÄRNREUTHER (FN 69), 167 ff.; ZETZSCHE (FN 7), 133.

<sup>92</sup> ZETZSCHE (FN 7), 133.

<sup>93</sup> LEHMANN/ZETZSCHE 2018 A (FN 69), N 7; POELZIG/BÄRNREUTHER (FN 69), 169 ff.; ZETZSCHE (FN 7), 135.

<sup>94</sup> LEHMANN/ZETZSCHE 2018 A (FN 69), N 7.

<sup>95</sup> Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen (...), ABL. L 302 vom 17. November 2009, 1 ff. (Rating-VO).

<sup>96</sup> Verordnung (EU) Nr. 909/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Juli 2014 zur Verbesserung der Wertpapierlieferungen und -abrechnungen in der Europäischen Union und über Zentralverwahrer (...), ABL. L 257 vom 28. August 2014, 1 ff. (CSDR).

<sup>97</sup> Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (...), ABL. L 201 vom 27. Juli 2012, 1 ff. (EMIR).

<sup>98</sup> Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. März 2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps (...), ABL. L 86 vom 24. März 2012, 1 ff. (Leerverkaufs-VO).

<sup>99</sup> POELZIG/BÄRNREUTHER (FN 69), 170 ff.; ZETZSCHE (FN 7), 135; ZETZSCHE/ECKNER (FN 11), § 7A N 48.

<sup>100</sup> POELZIG/BÄRNREUTHER (FN 69), 170; ZETZSCHE/ECKNER (FN 11), § 7A N 48; JOANNE SCOTT, The new EU «Extraterritoriality», Common Mark. Law Rev. 51 (2014), 1343–1380, 1356 ff. (*effects doctrine*).

<sup>101</sup> ZETZSCHE/ECKNER (FN 11), § 7A N 48; vgl. zum Äquivalenzprinzip unten, Ziff. III.4.2.

<sup>102</sup> Davon sind jene Konstellationen zu unterscheiden, in denen ein Drittstaateninstitut im EU- bzw. EWR-Raum eine Tochtergesellschaft gründet, die nach dem Sitzprinzip gemäss den originären europäischen Grundsätzen zugelassen wird (*national treatment*). Ein solches Institut genießt die Freizügigkeiten *ex origine* und kann daher auch das euro-interne Passport-System in Anspruch nehmen (LEHMANN/ZETZSCHE 2018 A [FN 69], N 43). Ein Drittstaatsverhalten ist in einer solchen Situation nur noch im Umstand der ausländischen Beherrschung der Tochtergesellschaft zu sehen.

<sup>103</sup> Vgl. zum euro-internen Passport-System oben, Ziff. II.2.

<sup>104</sup> KUHN (FN 21), N 299.



rechtsgebietsübergreifenden Marktzugang gibt es im europäischen Finanzmarktrecht derzeit nicht. Dennoch lassen sich anhand der Marktzugangsregeln des Sekundärrechts gemeinsame Grundlinien identifizieren, die nachfolgend besprochen werden.<sup>105</sup> Nicht näher eingegangen wird auf Marktzugangskonstellationen, die einen rein lokalen Marktzugang in einem bestimmten Mitgliedstaat gewähren.<sup>106</sup>

## 4.2 Primat des Äquivalenzprinzips

### a. Anforderungen

Seit der Finanzmarktkrise von 2007/2008 wurden in vielen sekundärrechtlichen Rechtsakten Marktzugangsmechanismen erlassen, die auf dem sog. Äquivalenzprinzip beruhen.<sup>107</sup> Dieses Prinzip macht einen Binnenmarktzugang für Drittstaatenakteure davon abhängig, dass das einschlägige Aufsichtsrecht des Drittstaats mit dem jeweiligen europäischen Regelungsbereich als *gleichwertig* (äquivalent) erscheint. Darüber hinaus muss der Drittstaat auch eine wirksame Durchsetzung des materiell äquivalenten Rechts gewährleisten.<sup>108</sup> Der Marktzugang wird ferner regelmässig an ein Reziprozitätserfordernis geknüpft, welches EU-Finanzintermediären im jeweiligen Drittstaat spiegelbildlich ebenfalls Marktzugang verschafft.<sup>109</sup> Die einschlägigen Drittstaatenregeln sehen darüber hinaus i.d.R. vor, dass Kooperationsabkommen zwischen den Drittstaatenbehörden und der zuständigen ESA abzuschliessen sind.<sup>110</sup> Schliesslich muss der Drittstaat gewissen Mindestanforderungen im Bereich der Geldwäschereibekämpfung und der Steuertransparenz genügen.<sup>111</sup>

Von grosser Bedeutung ist der Nachweis der materiellen Äquivalenz. Die Kriterien, um die Gleichwertigkeit zu beurteilen, unterscheiden sich je nach Sekundärrechtsakt. Mitunter werden gewisse Vergleichskriterien vorgegeben, deren Konkretisierungsgrad je nach spezifischer

Grundlage stark variiert. Bei der Beurteilung bleibt den europäischen Institutionen i.d.R. aber ein grosser Ermessensspielraum.<sup>112</sup> Gelegentlich fliessen dabei auch politische Gesichtspunkte ein.<sup>113</sup> Immerhin scheint inzwischen anerkannt zu sein, dass der Rechtsvergleich methodisch keine schematische Gegenüberstellung von Normen (*line-by-line comparison*) darstellt. Stattdessen soll ergebnisorientiert danach gefragt werden, ob das Drittstaatenregime funktional betrachtet ähnliche Wirkungen zeitigt wie das europäische Äquivalent.<sup>114</sup>

Prominente *Anwendungsfälle* für das Äquivalenzprinzip sind das Drittstaatenregime für Wertpapierfirmen von MiFID II/MiFIR<sup>115</sup>, die Infrastrukturregulierungen unter EMIR (insb. Drittstaaten-CCPs)<sup>116</sup> und CSDR (Drittstaaten-Zentralverwahrer)<sup>117</sup>, die Regulierung von Ratingagenturen<sup>118</sup> oder die Benchmark-Regulierung.<sup>119</sup> Einige Regulierungsfelder enthalten schliesslich Marktzugangskonzepte, die vom Äquivalenzprinzip abweichen oder dieses ergänzen bzw. modifizieren.<sup>120</sup> Erstaunlicherweise sehen gewisse Regulierungsbereiche des europäischen Finanzmarktrechts überhaupt keinen Marktzugang vor. Dies betrifft insb. Bankdienstleistungen (CRD IV/CRR), die Direktversicherung (Solvency II<sup>121</sup>) oder den Effektenfondsbereich (OGAW-RL<sup>122</sup>).<sup>123</sup>

### b. Verfahren

Das Verfahren der Äquivalenzprüfung ist je nach konkretem Regelungsbereich und betroffenem Sekundärrechtsakt unterschiedlich ausgestaltet. Typischerweise werden Äquivalenzentscheide unilateral durch die Kommission, gestützt auf eine Empfehlung einer ESA, gefällt.<sup>124</sup> Drittstaaten können die Aufnahme eines Verfahrens weder beantragen noch steht gegen Entscheide der

<sup>105</sup> Vgl. dazu unten, Ziff. III.4.2–4.3.

<sup>106</sup> Vgl. hierzu LEHMANN/ZETZSCHE 2018 A (FN 69), N 46 ff.

<sup>107</sup> ARMOUR (FN 69), 61 ff.; EMMENEGGER/BIGLER (FN 69), 156 ff.; FERRAN (FN 69), 42 f.; MOLONEY 2018 B (FN 69), N 6.17 ff.; WYMEERSCH 2018 A (FN 69), 214 ff.; WYMEERSCH 2018 B (FN 69), N 5.14 ff.; Communication from the Commission (...). *Equivalence in the area of financial services*, COM(2019) 349 vom 29. Juli 2019 (zit. Commission COM[2019] 349); European Parliament (EP), Directorate-General for Internal Policies, *Third country equivalence in EU banking and financial regulation*, 15. März 2019 (zit. EP Directorate-General for Internal Policies); Commission Staff working document, *EU equivalence decisions in financial services policy: an assessment*, 27. Februar 2017, SWD(2017) 102 (zit. Commission Staff working document).

<sup>108</sup> LEHMANN/ZETZSCHE 2018 A (FN 69), N 21.

<sup>109</sup> LEHMANN/ZETZSCHE 2018 A (FN 69), N 21; ZETZSCHE (FN 7), 62 ff.

<sup>110</sup> CONTRATTO (FN 69), 658.

<sup>111</sup> LEHMANN/ZETZSCHE 2018 A (FN 69), N 26. Hier sind insb. Standards der Financial Action Task Force (FATF) sowie die Musterabkommen der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) angesprochen.

<sup>112</sup> LEHMANN/ZETZSCHE 2018 A (FN 69), N 21 («offener und auslegungsfähiger Begriff»).

<sup>113</sup> LEHMANN/ZETZSCHE 2018 A (FN 69), N 21 («politische Verhandlungsmasse»); kritisch WYMEERSCH 2018 A (FN 69), 226 f.

<sup>114</sup> CONTRATTO (FN 69), 658; HOECK/RÖHL (FN 69), 538.

<sup>115</sup> Art. 47 Abs. 1 MiFIR.

<sup>116</sup> Art. 25 Abs. 2 lit. b, Abs. 6 EMIR.

<sup>117</sup> Art. 25 Abs. 9 CSDR.

<sup>118</sup> Art. 5 Abs. 6 Rating-VO.

<sup>119</sup> Art. 30 Verordnung (EU) 2016/1011 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2016 über Indizes, die bei Finanzinstrumenten und Finanzkontrakten als Referenzwert oder zur Messung der Wertentwicklung eines Investmentfonds verwendet werden (...), ABL L 171 vom 29. Juni 2016, 1 ff. (Benchmark-VO).

<sup>120</sup> Vgl. dazu unten, Ziff. III.4.3.

<sup>121</sup> Richtlinie 2009/138/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. November 2009 betreffend die Aufnahme und Ausübung der Versicherungs- und der Rückversicherungstätigkeit (Solvabilität II [Solvency II]), ABL L 335 vom 17. Dezember 2009, 1 ff.

<sup>122</sup> Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABL L 302 vom 17. November 2009.

<sup>123</sup> LEHMANN/ZETZSCHE 2018 A (FN 69), N 16, 35, 42.

<sup>124</sup> EP Directorate-General for Internal Policies (FN 107), 2.

Kommission oder anderer europäischer Institutionen ein Rechtsmittel zur Verfügung.<sup>125</sup>

### c. Rechtswirkungen

Wird einem Drittstaat für einen bestimmten Regelungsbereich ein äquivalenzbasierter Marktzugang gewährt, dürfen entsprechende Drittstaateninstitute mittels Drittstaaten-Passporting im gesamten europäischen Binnenmarkt tätig werden.<sup>126</sup> Einzuhalten ist dabei das jeweilige Drittstaatenrecht, welches als *Surrogat* für die Einhaltung des europäischen Rechts wirkt (*substituted compliance*).<sup>127</sup> Für die Zulassung und die laufende Aufsicht ist dabei jeweils primär die Aufsichtsbehörde des Drittstaats zuständig.<sup>128</sup> Die europäischen Institutionen (insb. die Kommission) überprüfen indessen die korrekte Umsetzung der Aufsichtsbestimmungen.<sup>129</sup> Damit wird das Sitzlandprinzip des europäischen Aufsichtsrechts sinngemäss auch im Verhältnis zu Drittstaaten angewendet.<sup>130</sup>

## 4.3 Alternative und hybride Mechanismen

### a. Allgemeines

Das Äquivalenzprinzip hat sich, wie ausgeführt, zum vorrangigen Marktzugangsmechanismus des europäischen Finanzmarktrechts entwickelt. Dennoch existieren auch Marktzugangsmechanismen, die alternative Konzepte enthalten oder das Äquivalenzprinzip modifizieren bzw. mit anderen Mechanismen kombinieren. Nachfolgend werden diese Besonderheiten überblickartig dargestellt und im Kontrast zum Äquivalenzprinzip betrachtet.

### b. Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM)

Ein prominentes Beispiel für einen alternativen Marktzugangsmechanismus stellt die *Drittstaatenordnung der AIFM-RL* dar.<sup>131</sup> Art. 37 ff. AIFM-RL gewähren AIFM

aus Drittstaaten (sog. Nicht-EU-AIFM) unter gewissen Voraussetzungen das Recht, mit einem Passport grenzüberschreitende Verwaltungs- oder Vertriebstätigkeiten im europäischen Binnenmarkt auszuüben.<sup>132</sup> Die Tätigkeiten beziehen sich auf den Vertrieb und/oder die Verwaltung von alternativen Investmentfonds (AIF). Dabei sind im Rahmen dieser Drittstaatenregeln diverse Konstellationen denkbar. Nicht-EU-AIFM können zunächst in der EU ansässige AIF (sog. EU-AIF) *verwalten* (Verwaltungspass). Ferner dürfen Nicht-EU-AIFM von ihnen verwaltete EU-AIF oder Drittstaaten-AIF (sog. Nicht-EU-AIF) in der EU an professionelle Anleger *vertreiben* (Vertriebspass).

Als wesentliches materielles Zulassungskriterium für die Inanspruchnahme des Passports für Drittstaaten-AIFM statuiert die AIFM-RL *nicht* das Äquivalenzprinzip.<sup>133</sup> Stattdessen wird primär vorausgesetzt, dass der Nicht-EU-AIFM die Bestimmungen der AIFM-RL unmittelbar einhält.<sup>134</sup> Konsequenterweise erfolgt die Zulassung des AIFM durch die NCA im sogenannten Referenzmitgliedstaat.<sup>135</sup> Die AIFM-RL verfolgt also nicht primär einen Äquivalenzansatz (*substituted compliance*), sondern verwirklicht das Prinzip *national treatment*.<sup>136</sup> Obschon der Marktzugang in erster Linie von der Einhaltung des harmonisierten europäischen Rechts abhängig gemacht wird, kommt das Äquivalenzprinzip im Rahmen einer *Kollisionsregel* immerhin subsidiär zur Anwendung. Der Nicht-EU-AIFM muss die AIFM-RL nämlich nicht direkt einhalten, sofern die «Einhaltung einer Bestimmung [der AIFM-RL] mit der Einhaltung der Rechtsvorschriften unvereinbar ist, denen der Nicht-EU-AIFM und/oder der in der Union vertriebene Nicht-EU-AIF unterliegt.»<sup>137</sup> Der Nicht-EU-AIFM muss diesfalls belegen, (i) dass «es nicht möglich ist, die Einhaltung [der AIFM-RL] mit der Einhaltung einer verpflichtenden Rechtsvorschrift, der der Nicht-EU-AIFM und/oder der in der Union vertriebene Nicht-EU-AIF unterliegt, miteinander zu verbinden»<sup>138</sup> und (ii) dass «die Rechtsvorschriften, denen der Nicht-EU-AIFM und/oder der Nicht-EU-AIF unterliegt, eine *gleichwertige Bestimmung* mit dem gleichen Regelungszweck und dem gleichen Schutzniveau für die Anleger

<sup>125</sup> Commission Staff working document (FN 107), 8; CONTRATTO (FN 69), 559; EMMENEGGER/BIGLER (FN 69), 160 f.; LEHMANN/ZETZSCHE 2018 A (FN 69), N 22; differenzierend WYMEERSCH 2018 A (FN 69), 216 f.

<sup>126</sup> LEHMANN/ZETZSCHE 2018 A (FN 69), N 28.

<sup>127</sup> Vgl. zum Begriff *substituted compliance* IOSCO Final Report (FN 18), 14; LEHMANN/ZETZSCHE 2018 A (FN 69), N 13.

<sup>128</sup> EP Directorate-General for Internal Policies (FN 107), 5 f. Besonderheiten ergeben sich bei der Regulierung der Verwalter alternativer Investmentfonds gemäss der AIFM-RL (EP Directorate-General for Internal Policies [FN 107], 5 [«Model 1»]). Hier erfolgt die Zulassung eines Drittstaaten-AIFM durch die NCA im sog. Referenzmitgliedstaat. In Rechnung zu stellen ist ausserdem, dass sich gegenüber den ESAs mitunter Anerkennungs- bzw. Registrierungs Voraussetzungen ergeben (so z.B. Art. 25 Abs. 1 EMIR oder Art. 46 Abs. 1 MiFIR).

<sup>129</sup> Commission Staff working document (FN 107), 12.

<sup>130</sup> Vgl. zum Sitzlandprinzip oben, Ziff. II.2.

<sup>131</sup> JUTZI/FEUZ (FN 69), Rz. 31 ff.; vgl. auch THOMAS JUTZI/KSENIA WESS, Compliance-Anforderungen für Schweizer Asset Manager alternativer Investmentfonds. Parallele Anwendung europäischer

und nationaler Regulierungen, SZW 2018, 496–516, 498 ff.; KÖPFER (FN 69), 198 ff.; ZETZSCHE (FN 7), 104 ff.

<sup>132</sup> Art. 37 Abs. 1 i.V.m. Art. 39 und 40 AIFM-RL.

<sup>133</sup> So explizit auch WYMEERSCH 2018 A (FN 69), 249 und FERRAN (FN 69), 54; differenzierend ZETZSCHE (FN 7), 105.

<sup>134</sup> Art. 37 Abs. 2 AIFM-RL. Nicht einzuhalten sind einzig die Bestimmungen gemäss Kapitel VI der AIFM-RL. Zusätzlich dazu kommt parallel auch das jeweilige Drittstaatenrecht zur Anwendung, so dass der Nicht-EU-AIFM faktisch *sowohl* das Drittstaatenrecht *als auch* die AIFM-RL beachten muss.

<sup>135</sup> Der Referenzmitgliedstaat bestimmt sich nach den Regeln in Art. 37 Abs. 4 AIFM-RL.

<sup>136</sup> Vgl. dazu oben, Ziff. III.3.2.

<sup>137</sup> Art. 37 Abs. 2 Satz 2 AIFM-RL.

<sup>138</sup> Art. 37 Abs. 2 lit. a AIFM-RL.

des betreffenden AIF enthalten.»<sup>139</sup> Ausserdem muss der AIFM (iii) diese gleichwertige Bestimmung tatsächlich einhalten.<sup>140</sup> Sind diese Voraussetzungen gegeben, kann der Nicht-EU-AIFM ersatzweise das entsprechende *Drittstaatenrecht* einhalten.

### c. Prospektrecht

Ein Marktzugangsmechanismus, der das Äquivalenzprinzip mit weiteren Marktzugangskonzepten kombiniert (hybrider Mechanismus), liegt im Prospektrecht (Prospekt-VO) vor. Die Prospekt-VO regelt die Prospektspflicht beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren (Emissionsprospekt) sowie bei der Zulassung an einem geregelten Markt (Zulassungsprospekt).<sup>141</sup> Das Herzstück der Prospekt-Regulierung ist der in Art. 24 Prospekt-VO geregelte Prospekt-Passport. Danach kann ein im Herkunftsmitgliedstaat des Emittenten genehmigter Prospekt anschliessend ohne erneute Genehmigung auch in einem anderen Mitgliedstaat verwendet werden. Darüber hinaus enthält die Prospekt-VO auch ein *Drittstaatenregime*, welches den europäischen Pass auch für Emittenten aus Drittstaaten zugänglich macht (Art. 28 Prospekt-VO). Der Marktzugangsmechanismus der Prospekt-VO stellt dem Drittstaaten-Emittenten hierfür zwei *alternative Optionen* zur Verfügung.

- Zunächst besteht die Möglichkeit, einen Prospekt vor der Emission nach den materiellen Vorschriften der Prospekt-VO genehmigen zu lassen.<sup>142</sup> Nach erfolgter Genehmigung kann der Drittstaaten-Emittent das Passporting originär in Anspruch nehmen wie ein Inlandemittent.<sup>143</sup> Anstatt des Äquivalenzprinzips gilt hier somit das Konzept *national treatment*.
- Alternativ kann sich der Drittstaatenemittent auf einen Prospekt stützen, der im entsprechenden *Drittstaat* nach dem dort geltenden Recht erstellt und genehmigt wurde.<sup>144</sup> Der Drittstaatenprospekt wirkt indessen nur dann als Surrogat für den europäischen Prospekt gemäss Prospekt-VO, wenn (i) die den Emittenten durch das Drittstaatenrecht auferlegten Informationspflichten den Anforderungen der Prospekt-VO *gleichwertig* sind<sup>145</sup> und (ii) die NCA des europäischen Herkunftsmitgliedstaats Kooperationsvereinbarungen mit den Aufsichtsbehörden des entsprechenden Drittstaats abgeschlossen hat.<sup>146</sup> Ge-

gebenenfalls steht für den Drittstaatenprospekt ebenfalls das europäische Passporting zur Verfügung.

Das Drittstaatenregime lässt dem Drittstaaten-Emittenten somit die Wahl, ob er das europäische Prospektrecht einhalten und einen Prospekt gemäss Prospekt-VO erstellen will, oder ob er sich bei der Erstellung des Prospekts ersatzweise auf das Recht seines Sitzstaates stützen will. Da das Drittstaatenrecht im Fall der Anrufung der zweiten Option in wesentlichen Fragen gleichwertig sein muss, liegt hier letztlich wiederum das *Äquivalenzprinzip* vor. Im Gegensatz zu den klassischen äquivalenzbasierten Drittstaatenregeln hat der Emittent als Drittstaatenakteur indessen die *Wahl*, ob er sich darauf stützen will.<sup>147</sup> Im Unterschied zum Marktzugangsmechanismus der AIFM-RL ist die äquivalenzbasierte Option nicht subsidiär im Sinne einer Kollisionsregel, sondern eine frei wählbare Option.<sup>148</sup> Selbstverständlich ist diese Option von vornherein nur relevant, wenn das entsprechende Drittstaatenrecht am Sitz des Emittenten tatsächlich als gleichwertig eingestuft wurde.

## 5. Ergebnis

Die obigen Ausführungen haben gezeigt, dass der zentrale Marktzugangsmechanismus des europäischen Finanzmarktrechts das Äquivalenzprinzip ist.<sup>149</sup> Dieses Prinzip ist vergleichsweise liberal, da es die Einhaltung des europäischen Rechts i.d.R. entbehrlich macht (ersatzweise Anwendung des Drittstaatenrechts statt *national treatment*). Zudem ermöglicht das Prinzip Drittstaatenakteuren in gewissen Bereichen eine Teilhabe an den Freizügigkeiten des Finanzbinnenmarkts.<sup>150</sup> Auf einer aufsichtsrechtlichen Ebene wird überwiegend das Sitzlandprinzip angewendet, welches auch im euro-internen Verhältnis zur Anwendung gelangt. Dadurch erfolgen die Zulassung und die Wahrnehmung der laufenden Aufsicht i.d.R. primär durch die zuständige Aufsichtsbehörde des entsprechenden Drittstaats.

## IV. Reformbestrebungen

### 1. Hintergründe

In jüngster Zeit gab es in der EU auf unterschiedlichen Ebenen Reformbestrebungen, die alle darauf abzielen, das etablierte Marktzugangskonzept des europäischen

<sup>139</sup> Art. 37 Abs. 2 lit. b AIFM-RL (Hervorhebung hinzugefügt).

<sup>140</sup> Art. 37 Abs. 2 lit. c AIFM-RL.

<sup>141</sup> Art. 1 Abs. 1 Prospekt-VO; vgl. dazu eingehend LUTTER/BAYER/SCHMIDT (FN 10), N 34.7 ff.

<sup>142</sup> Art. 28 Prospekt-VO. Für die Genehmigung ist die NCA des sog. Herkunftsmitgliedstaats zuständig. Der Herkunftsmitgliedstaat ergibt sich aus Drittstaatsensicht aus Art. 2 lit. m Ziff. ii, iii Prospekt-VO; vgl. hierzu LUTTER/BAYER/SCHMIDT (FN 10), N 34.36 ff.

<sup>143</sup> Art. 28 Abs. 2 Prospekt-VO.

<sup>144</sup> Art. 29 Prospekt-VO; LUTTER/BAYER/SCHMIDT (FN 10), N 34.37.

<sup>145</sup> Art. 29 Abs. 1 lit. a Prospekt-VO.

<sup>146</sup> Art. 29 Abs. 1 lit. b Prospekt-VO. Der Herkunftsmitgliedstaat definiert sich nach Art. 2 lit. m Ziff. ii, iii Prospekt-VO.

<sup>147</sup> Vgl. hierzu oben, Ziff. III.4.2.

<sup>148</sup> Vgl. hierzu oben, Ziff. III.4.3.b.

<sup>149</sup> Vgl. hierzu oben, Ziff. III.4.2. Im Kontrast dazu finden sich in gewissen Regelungsbereichen alternative Marktzugangsmechanismen, die nicht dem Äquivalenzprinzip folgen oder dieses mit anderen Konzepten kombinieren (vgl. hierzu oben, Ziff. III.4.3).

<sup>150</sup> Vgl. zum Konzept des *national treatment* oben, Ziff. III.3.2.



Finanzmarktrechts zu *modifizieren*.<sup>151</sup> Die geplanten Reformen betreffen sowohl die institutionelle Ebene (insb. die Aufsichtsfunktionen der ESAs) als auch materiellrechtliche Bereiche. Die angedachte Neuordnung stellt eine parallele Entwicklung zum *Brexit*-Prozess dar und soll die damit verbundene makroökonomische sowie politische Desintegration regulatorisch nachvollziehen.<sup>152</sup> Obschon der *Brexit* Auslöser und Begleiterscheinung dieser Reform ist, betreffen die Änderungen die Drittstaatenordnung im Allgemeinen und sind daher formell für alle Drittstaaten (inkl. Schweiz) gleichermassen relevant. Im Ergebnis muss die aufsichtsrechtliche Entwicklung daher losgelöst vom Verhältnis der EU zum Vereinigten Königreich betrachtet werden.

Die nachfolgenden Ausführungen sollen die geplanten Modifikationen beschreiben und einen Kontrast zum etablierten System herstellen. Diese Darstellung ist die Grundlage für die anschließende Analyse und Bewertung der Entwicklungen in Teil V dieser Abhandlung.<sup>153</sup>

## 2. Institutionelle Rahmenbedingungen (ESA Review)

Am 20. September 2017 hat die Kommission einen Gesetzgebungsvorschlag zur Reform der Aufsichtskompetenzen der ESAs veröffentlicht (ESA Review).<sup>154</sup> Im Rahmen dieses Reformpakets wurde auch eine stärkere Einbindung der ESAs in den Prozess der Anwendung äquivalenzbasierter Drittstaatenregimes vorgeschlagen. Entsprechend soll Art. 33 («[i]nternationale Beziehun-

gen») der jeweiligen ESA-VO<sup>155</sup> angepasst werden, um diese Kooperation zu verbessern. Die ESAs sollen insb. aktuelle regulatorische und aufsichtsrechtliche Entwicklungen in Drittstaaten überwachen, so dass Äquivalenzbeschlüsse nötigenfalls an neue Entwicklungen angepasst werden können (*ex-post* und *on-going monitoring*). Darüber hinaus übermitteln die ESAs der Kommission jährlich einen vertraulichen Bericht über ihre Feststellungen. Um diese Aufgaben erfüllen zu können, treffen die ESAs auch Verwaltungsvereinbarungen mit Aufsichtsbehörden in Drittländern. Auf diese Weise wäre sichergestellt, dass die ESAs die relevanten Informationen beschaffen können, um ihre Aufgabe zu erfüllen. Die Vorlage ist in der Zwischenzeit vom Parlament und vom Rat beraten worden.<sup>156</sup> Die formelle Verabschiedung und Publikation im Amtsblatt der EU steht allerdings noch aus.

## 3. EMIR-Reform (EMIR 2.2)

Eine weitere zentrale Reform, die einen Einfluss auf die Gestaltung der Drittstaatenordnung hat, betrifft die Regulierung von Drittstaaten-CCPs unter EMIR (EMIR 2.2).<sup>157</sup> Nach einem Kommissionsvorschlag vom Juni 2017 soll das Aufsichtskonzept mit Bezug auf Drittstaaten-CCPs neu differenzierter ausgestaltet werden. Parlament und Rat haben der Vorlage am 13. März 2019 zugestimmt, so dass eine formelle Verabschiedung demnächst folgen wird.<sup>158</sup>

Das aktuelle EMIR-Drittstaatenregime für CCPs folgt grundsätzlich dem Äquivalenzprinzip. Entsprechend dürfen Drittstaaten-CCPs Clearing-Dienstleistungen in der EU anbieten, wenn u.a. das entsprechende Drittstaatenrecht als äquivalent eingestuft wird.<sup>159</sup> Das neue System differenziert danach, ob eine Drittstaaten-CCP

<sup>151</sup> EP Directorate-General for Internal Policies (FN 107), 7 ff.; DANNY BUSH, A Stronger Role for the European Supervisory Authorities in the EU27, in: Bush/Avgouleas/Ferrarini (Hrsg.), Capital Markets Union in Europe, Oxford 2018, 28 ff.; GUIDO FERRARINI/DAVIDE TRASCIATTI, OTC Derivatives Clearing, Brexit, and the CMU, in: Bush/Avgouleas/Ferrarini (Hrsg.), Capital Markets Union in Europe, Oxford 2018, 140 ff. (insb. N 7.19 ff., 7.35 ff.); MOLONEY 2018 A (FN 69), 182 ff., 190 ff.; MOLONEY 2018 B (FN 69), N 6.63 ff.; MOLONEY 2018 C (FN 69), 341 ff.; MOLONEY 2017 A (FN 69), 1364 ff.; MOLONEY 2017 B (FN 69), 121 ff.; LUCIA QUAGLIA, Brexit and EU Financial Regulation, in: Diamond/Nedergaard/Rosamond (Hrsg.), The Routledge Handbook of the Politics of Brexit, Oxon/New York 2018, 244 ff., 249 ff. (zit. QUAGLIA 2018); LUCIA QUAGLIA, The Politics of «Third Country Equivalence» in Post-Crisis Financial Services Regulation in the European Union, West Eur. Politics 2015, Vol. 38, No. 1, 167–184 (zit. QUAGLIA 2015); WOLF-GEORG RINGE, The Irrelevance of Brexit for the European Financial Market, Eur. Bus. Org. Law Rev. 19 (2018), 1–34, 30; ESTHER WIDMER, Brexit: Auswirkungen auf die europäische Finanzmarktregulierung, in: Epiney/Hehemann (Hrsg.), Schweizerisches Jahrbuch für Europarecht 2017/2018, Zürich/Basel/Genf 2018, 403 ff.; WYMEERSCH 2018 A (FN 69), 230 ff.; WYMEERSCH 2018 B (FN 69), N 5.54 ff.; vgl. auch Commission COM(2019) 349 (FN 107), 4 ff., 6.

<sup>152</sup> So auch WIDMER (FN 151), 410 ff.

<sup>153</sup> Vgl. dazu unten, Ziff. V. Die nachfolgenden Ausführungen beschränken sich der Übersichtlichkeit halber auf die Grundzüge.

<sup>154</sup> COM(2017) 536, 2017/0230 (COD) vom 20. September 2017 (zit. ESA proposal); vgl. dazu auch EP Directorate-General for Internal Policies (FN 107), 7 f.

<sup>155</sup> Verordnung (EU) Nr. 1093/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Bankenaufsichtsbehörde) (...), ABl. L 331 vom 15. Dezember 2010, 12 ff. (EBA-VO); Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde) (...), ABl. L 331 vom 15. Dezember 2010, 84 ff. (ESMA-VO); Verordnung (EU) Nr. 1094/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung) (...), ABl. L 331 vom 15. Dezember 2010, 48 ff. (EIOPA-VO). Der Art. 33 mit der Marginalie «[i]nternationale Beziehungen» ist in jeder der drei Verordnungen enthalten.

<sup>156</sup> Medienmitteilung vom 21. März 2019: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-19-1655\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-19-1655_en.htm).

<sup>157</sup> COM(2017) 331, 2017/0090 (COD) vom 13. Juni 2017 (zit. EMIR 2.2 Proposal); EP Directorate-General for Internal Policies (FN 107), 8 f.; WYMEERSCH 2018 A (FN 69), 213, 233.

<sup>158</sup> Medienmitteilung vom 31. März 2019: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-19-1657\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-19-1657_en.htm).

<sup>159</sup> Art. 25 Abs. 2 lit. b, Abs. 6 EMIR (geltende Fassung). Vgl. zum Äquivalenzprinzip auch oben, Ziff. III.4.2.

für die EU systemrelevant ist oder nicht.<sup>160</sup> CCPs, die in die erste Kategorie fallen, werden als *Tier 2 CCPs* qualifiziert, die übrigen CCPs als *Tier 1 CCPs*. Im Gegensatz zum aktuellen Drittstaatenregime, welches dem allgemeinen Äquivalenzmodell folgt, soll für *Tier 2 CCPs* nach dem Reformvorschlag ein Sonderregime geschaffen werden, das weitergehende Anforderungen enthält.<sup>161</sup> *Tier 2 CCPs*, die Dienstleistungen an Teilnehmer oder Handelsplätze in der EU erbringen wollen (insb. im Zusammenhang mit dem *Clearing* von OTC-Derivaten), bedürfen einer Zulassung und Registrierung durch die ESMA. Der Zulassungsprozess gleicht dabei demjenigen für lokale EU-CCPs. Da die Zulassung durch die ESMA parallel zur Zulassung und Aufsicht der jeweiligen Drittstaaten erfolgt, resultiert eine überschneidende Zulassung und Aufsicht (*dual supervision*).<sup>162</sup> Um diesen Aufsichtsprozess zu ermöglichen, muss sich die *Tier 2 CCP* dazu verpflichten, der ESMA auf Verlangen alle Dokumente, Informationen und Daten zur Verfügung zu stellen.<sup>163</sup> Zudem muss der ESMA Zugang zu allen Geschäftslokalitäten der CCP gewährt werden. *Tier 2 CCPs* haben in materiell-rechtlicher Hinsicht wesentliche Bestandteile von EMIR direkt einzuhalten (Art. 16 sowie die Titel IV und V EMIR).<sup>164</sup> Darin ist *prima vista* eine Abkehr vom sonst im Drittstaatenregime von EMIR geltenden Äquivalenzprinzip zu sehen, da es nach der Reformvorlage gerade nicht mehr darauf ankommt, ob das Drittstaatenrecht mit dem einschlägigen europäischen Äquivalent als gleichwertig erscheint.<sup>165</sup> Immerhin sieht die Vorlage vor, dass die ESMA auf Antrag der *Tier 2 CCP* berücksichtigen muss, inwiefern die einzuhaltenden Bestimmungen der EMIR bereits durch das entsprechende Drittstaatenrecht abgedeckt sind (sog. *Vergleichbarkeitsprinzip* bzw. *comparable compliance*).<sup>166</sup> Falls die Vergleichbarkeit gegeben ist, kann auf eine (parallele) Anwendbarkeit der entsprechenden EMIR-Bestimmung verzichtet werden.<sup>167</sup> Das Vergleichbarkeitsprinzip stellt eine weiterentwickelte Form des Äquivalenzprinzips dar.<sup>168</sup>

Eine weitere bemerkenswerte materielle Änderung des Drittstaatenregimes ist schliesslich die Einführung der sog. *location policy*. Danach hat die Kommission die Kompetenz, einer *Tier 2 CCP* die Sitzverlegung in den EU-Raum vorzuschreiben, wenn die Systemrelevanz

so wesentlich ist, dass die übrigen Anforderungen und Modalitäten nicht genügen.<sup>169</sup> Eine *Tier 2 CCP* müsste diesfalls als EU-CCP zugelassen werden und der Drittstaatenmarktzugang stünde nicht mehr zur Verfügung.

## 4. Wertpapierfirmen (Investment Firm Review)

### 4.1 Hintergrund

Am 20. Dezember 2017 veröffentlichte die Kommission einen Gesetzgebungsvorschlag zur Reform der aufsichtsrechtlichen Anforderungen an die Tätigkeit von Wertpapierfirmen gemäss MiFID II und MiFIR (*Investment Firm Review*).<sup>170</sup> Rat und Parlament haben die Vorlage beraten und am 26. Februar 2019 eine politische Einigung zum Inhalt der Vorlage erzielt.<sup>171</sup>

Nach der gegenwärtigen Rechtslage richten sich die Anforderungen an Kapital, Liquidität und Risikomanagement nach den für Banken (Kreditinstitute) geltenden Bestimmungen gemäss CRD IV und CRR. Das primäre Ziel der Revision ist es, den Aufsichtsrahmen stärker an das konkrete Risikoprofil und das Geschäftsmodell der jeweiligen Wertpapierfirmen anzupassen. So würden die Aufsichtsanforderungen gemäss CRD IV/CRR nur noch auf ausgewählte Wertpapierfirmen mit einer gewissen Grösse bzw. Systemrelevanz analog angewendet. Für kleinere Wertpapierfirmen wäre demgegenüber ein differenzierteres Aufsichtsregime vorgesehen.

### 4.2 Revision des Drittstaatenregimes von MiFID II/MiFIR

Im Rahmen der erwähnten Revisionen würde auch das *Drittstaatenregime* gemäss Art. 46 ff. MiFID II/MiFIR angepasst.<sup>172</sup> Dieser Marktzugangsmechanismus erlaubt Wertpapierfirmen aus Drittstaaten unter gewissen Voraussetzungen, Wertpapierdienstleistungen grenzüberschreitend in der EU an gewisse professionelle Anleger und geeignete Gegenparteien zu erbringen.<sup>173</sup> Die Tätigkeit der Drittstaatenfirma darf dabei unter Inanspruchnahme eines Passporting im gesamten europäischen

<sup>160</sup> EMIR 2.2 Proposal (FN 157), Art. 25 Abs. 2a, 2b und 2c; WYMEERSCH 2018 A (FN 69), 269 f.

<sup>161</sup> EP Directorate-General for Internal Policies (FN 107), 8.

<sup>162</sup> EP Directorate-General for Internal Policies (FN 107), 8.

<sup>163</sup> EMIR 2.2 Proposal (FN 157), Art. 25 Abs. 2b lit. c.

<sup>164</sup> EMIR 2.2 Proposal (FN 157), Art. 25 Abs. 2b lit. a.

<sup>165</sup> So auch WYMEERSCH 2018 A (FN 69), 269.

<sup>166</sup> EMIR 2.2 Proposal (FN 157), Art. 25a; WYMEERSCH 2018 A (FN 69), 213 f.

<sup>167</sup> WYMEERSCH 2018 A (FN 69), 214.

<sup>168</sup> WYMEERSCH 2018 A (FN 69), 214; 270; vgl. zum *comparable compliance assessment* auch ESMA Consultation Report Technical Advice on Comparable Compliance under article 25a of EMIR vom 28. Mai 2019 (ESMA70-151-2179).

<sup>169</sup> EMIR 2.2 Proposal (FN 157), Art. 25 Abs. 2c.

<sup>170</sup> Übersicht unter: [https://ec.europa.eu/info/publications/171220-investment-firms-review\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/171220-investment-firms-review_en); vgl. auch EP Directorate-General for Internal Policies (FN 107), 9.

<sup>171</sup> Vgl. die Medienmitteilung des Rates vom 26. Februar 2019 sowie einschlägige Dokumentation unter: <https://www.consilium.europa.eu/de/press/>. Die Texte der politischen Einigung sind verfügbar unter: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-7460-2019-ADD-2/en/pdf> (zit. Kompromissvorschlag MiFIR) und unter: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-7460-2019-ADD-1/en/pdf> (zit. Kompromissvorschlag MiFID II).

<sup>172</sup> COM(2017) 790, 2017/0359 (COD) vom 20. Dezember 2017 (zit. MiFIR Proposal), 6, 77 ff. (Änderungen zu Art. 46 und 47 MiFIR); COM(2017) 791, 2017/0358 (COD) vom 20. Dezember 2017 (zit. MiFID II Proposal).

<sup>173</sup> Art. 46 Abs. 1 MiFIR.

Raum ausgeübt werden. Obschon die Zulassung und Aufsicht über grenzüberschreitend tätige Wertpapierfirmen durch die Aufsichtsbehörde des Drittstaats ausgeübt wird, hat immerhin eine Registrierung bei der ESMA zu erfolgen.<sup>174</sup> Das zentrale materielle Regelungskriterium für die Gewährleistung dieser Option ist die *Äquivalenz* des entsprechenden Drittstaatenrechts.<sup>175</sup>

Der Reformvorschlag der Kommission würde besondere Meldepflichten für Drittstaatenfirmen gegenüber der ESMA einführen.<sup>176</sup> Ferner müsste eine Drittstaatenfirma der ESMA im Rahmen des Registrierungsprozesses zusätzliche Informationen übermitteln.<sup>177</sup> Auch das materielle Äquivalenzkonzept würde auf unterschiedlichen Ebenen präzisiert und verschärft. So werden nun neu spezifische Anforderungen an die im Drittstaat für Wertpapierfirmen geltenden «Aufsichts- und Wohlverhaltensregeln» gestellt.<sup>178</sup> Das Recht des Drittstaats muss zudem gewährleisten, dass die im Drittstaat zugelassenen Firmen einer wirksamen Beaufsichtigung und Durchsetzung unterliegen, durch welche die Einhaltung der Aufsichts- und Wohlverhaltensregeln sichergestellt wird.<sup>179</sup> Weiter wird ein Reziprozitätserfordernis statuiert.<sup>180</sup> Falls die in der EU erbrachten Dienstleistungen und Tätigkeiten als *systemrelevant* qualifiziert werden, darf die Kommission die jeweilige ausländische Rechtsordnung erst nach einer «detaillierten Bewertung» als äquivalent einstufen.<sup>181</sup> Zu diesem Zweck muss auch die «aufsichtliche Konvergenz» zwischen dem Drittstaat und der EU bewertet und berücksichtigt werden. Der Kompromissvorschlag von Rat und Parlament sieht darüber hinaus sogar vor, dass die Kommission die Tätigkeit systemrelevanter Wertpapierfirmen aus Drittstaaten an spezifische operative Bedingungen knüpfen darf, welche die Einhaltung der Voraussetzungen der Äquivalenz sicherstellen.<sup>182</sup> Werden Äquivalenzbeschlüsse erlassen, muss die ESMA anschliessend die regulatorischen und aufsichtsrechtlichen Entwicklungen, die Durchsetzungspraxis sowie sonstige relevante Marktentwicklungen im entsprechenden Drittstaat beobachten.<sup>183</sup> Dabei soll überprüft werden, ob die Grundlagen der Äquivalenzbeurteilung nach wie vor erfüllt sind. Die ESMA hat der Kommission über ihre Befunde jährlich einen vertraulichen Bericht zu unterbreiten.

Das *europäische Parlament* sah in einer Entwurfsversion vom September 2018 weitergehende Einschränkungen

des Drittstaatenregimes vom MiFID II/MiFIR vor, die letztlich nicht in den Kompromissvorschlag der politischen Einigung Eingang fanden. Nach dem Entwurf des Parlaments wären Wertpapierfirmen aus Drittstaaten, die *bankähnliche Dienstleistungen* erbringen, vom Drittstaatenmarktzugang ausgeschlossen worden und hätten von einem allfälligen Äquivalenzbeschluss nicht profitieren können.<sup>184</sup> Stattdessen hätten Wertpapierfirmen, die solche Tätigkeiten ausüben, eine bewilligte Gesellschaft im EU-Raum gründen müssen, was eine Abkehr vom Äquivalenzprinzip bedeutet hätte.

### 4.3 Politische Intervention der ESMA

Obschon die ESMA die Reformvorschläge zum Drittstaatenregime von MiFID II/MiFIR grundsätzlich begrüsst, gingen sie ihr – gerade im Kontext des bevorstehenden *Brexit* – nicht weit genug. Entsprechend machte die ESMA weitergehende Reformvorschläge (*further improvements*), die sich in grundsätzlichen Stellungnahmen vom November 2017 und September 2018 niederschlugen.<sup>185</sup> Im Gegensatz zum herkömmlichen dogmatischen Ansatz des Drittstaatenregimes von MiFIR stellte die ESMA bemerkenswerterweise eine *Abkehr vom Äquivalenzprinzip* zur Diskussion.<sup>186</sup> Stattdessen sollten Wertpapierfirmen aus Drittstaaten, die in der EU tätig werden, unmittelbar die Bestimmungen gemäss MiFID II/MiFIR einhalten (*national treatment*). Ausserdem sollten die NCAs direkte Aufsichtskompetenzen im Verhältnis zu den grenzüberschreitend tätigen Wertpapierfirmen erhalten.<sup>187</sup>

Ferner erachtete es die ESMA als problematisch, dass das Aufsichtsregime von MiFID II und MiFIR im Fall der sog. *Reverse Solicitation* nicht zur Anwendung gelangt.<sup>188</sup> Wertpapierfirmen aus Drittstaaten können – so die Befürchtung der ESMA – den europäischen Aufsichtsrahmen unter Berufung auf das Konzept der *Reverse Solicitation* faktisch umgehen.<sup>189</sup> Daher schlägt die ESMA drei legislative Optionen vor, um das Drittstaats-

<sup>174</sup> Art. 48 MiFIR.

<sup>175</sup> Art. 46 Abs. 4 i.V.m. Art. 47 MiFIR.

<sup>176</sup> MiFIR Proposal (FN 172), Art. 46 Abs. 6a (lit. a–d).

<sup>177</sup> MiFIR Proposal (FN 172), Art. 46 Abs. 7.

<sup>178</sup> MiFIR Proposal (FN 172), Art. 47 Abs. 1 UAbs. 1 lit. a sieht insb. vor, dass die Aufsichts- und Wohlverhaltensregeln jenen gemäss MiFIR, MiFID II und CRD IV entsprechen müssen.

<sup>179</sup> MiFIR Proposal (FN 172), Art. 47 Abs. 1 UAbs. 1 lit. b.

<sup>180</sup> MiFIR Proposal (FN 172), Art. 47 Abs. 1 UAbs. 1 lit. c.

<sup>181</sup> MiFIR Proposal (FN 172), Art. 47 Abs. 1 UAbs. 2.

<sup>182</sup> Kompromissvorschlag MiFIR (FN 171), Art. 47 Abs. 1 UAbs. 4.

<sup>183</sup> MiFIR Proposal (FN 172), Art. 47 Abs. 5.

<sup>184</sup> Nach dem Vorschlag des Parlaments (European Parliament Report A8-0296/2018 vom 27. September 2018; [http://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2018-0296\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2018-0296_EN.pdf)) wäre Art. 46 Abs. 1 MiFIR entsprechend eingeschränkt worden. Der Handel für eigene Rechnung sowie die Übernahme der Emission von Finanzinstrumenten und/oder die Platzierung von Finanzinstrumenten mit fester Übernahmeverpflichtung gemäss Anhang I, Abschn. A MiFID II wären vom grenzüberschreitenden Marktzugang ausgeschlossen gewesen; vgl. dazu auch EP Directorate-General for Internal Policies (FN 107), 4.

<sup>185</sup> Stellungnahmen der ESMA vom 26. September 2018 (ESMA35-36-1442) und vom 20. November 2017 (ESMA70-156-236).

<sup>186</sup> ESMA 2018 (FN 185), 3.

<sup>187</sup> ESMA 2018 (FN 185), 3.

<sup>188</sup> Vgl. zur *Reverse Solicitation* allgemein oben, Ziff. III.2.

<sup>189</sup> Die ESMA hat bereits im Rahmen der Auslegung des geltenden Regimes von MiFID II und MiFIR eine zunehmend restriktive Praxis zur *Reverse Solicitation* entwickelt (vgl. ESMA Q&As on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics vom 29. Mai 2019 [ESMA35-43-349], Chapter 13, 108 ff.).



tenregime diesbezüglich zu verschärfen.<sup>190</sup> Die Vorschläge wurden in dieser Form indessen nicht unmittelbar umgesetzt. Immerhin enthält die Reformvorlage eine einschränkende Präzisierung zur *Reverse Solicitation*.<sup>191</sup>

Eine weitere Schwachstelle des aktuellen Drittstaatenregimes von MiFID II und MiFIR ortete die ESMA im Bereich der Auslagerung von kritischen Dienstleistungen (*Outsourcing*) in Drittstaaten.<sup>192</sup> Die ESMA sah in diesem Kontext ein Umgehungsrisiko. So bestünde insb. ein Anreiz, in der EU zugelassene Wertpapierfirmen zu gründen, wesentliche Funktionen aber an Gesellschaften in Drittstaaten auszulagern. Soweit die in der EU betriebene Wertpapierfirma dabei bloss noch eine formelle *pro-forma*-Existenz hat (*letter box entity*), wird die materielle Geschäftstätigkeit faktisch im jeweiligen Drittstaat ausgeübt. Daher rief die ESMA die Kommission dazu auf, auf dem Gesetzgebungsweg verschärfte Vorschriften für Auslagerungen zu initiieren. Diese Vorschläge fanden indessen keinen unmittelbaren Eingang in die Reformarbeiten.

## V. Gesamtbetrachtung und Bewertung

Die obigen Ausführungen haben die Struktur und die Dogmatik der Drittstaatenordnung dargestellt.<sup>193</sup> Im Kontrast dazu sind anschliessend diverse Reformbestrebungen thematisiert und anhand ausgewählter Bei-

spiele veranschaulicht worden.<sup>194</sup> Bei allen betrachteten Entwicklungen konnte eine Tendenz zur materiellen Verschärfung des *de lege lata* vergleichsweise liberalen Drittstaatenregimes festgestellt werden. Teilweise waren dabei auch Impulse zu verzeichnen, die zu einer eigentlichen Abkehr vom etablierten Äquivalenzprinzip führen oder dieses zumindest erheblich modifizieren würden. Zudem kann beobachtet werden, dass die ESMA zunehmend aktiv in den Gesetzgebungsprozess eingreift und sich für Massnahmen zur restriktiveren Gestaltung der etablierten Marktzugangsmechanismen einsetzt. Konsequenterweise werden diese Entwicklungen auch auf der Ebene der Aufsichtsstrukturen nachvollzogen. Entsprechend wird eine Zentralisierung der Aufsichtsfunktionen angestrebt, die insb. die Stellung der ESAs stärkt und ihnen zusätzliche Kompetenzen auch gegenüber Drittstaatenakteuren einräumt. Dies kommt einerseits im Rahmen des ESA Review zum Ausdruck, floss aber auch in die materiellen Reformprojekte zu EMIR (EMIR 2.2) und MiFID II/MiFIR (Investment Firm Review) ein.

Die bevorstehende Neuordnung der Drittstaatenordnung und deren Marktzugangsmechanismen sind auf den Brexit zurückzuführen und sollen der Tatsache Rechnung tragen, dass der grösste Finanzplatz Europas nun zu einem Drittstaat werden wird.<sup>195</sup> Dabei wird auch berücksichtigt, dass die Marktzugangsmechanismen des europäischen Finanzmarktrechts in ihrer gegenwärtigen Form nicht auf die Konstellation des Brexit zugeschnitten sind und den bestehenden Verflechtungen nicht angemessen Rechnung tragen.<sup>196</sup> Die Ansätze zur Neuordnung sind daher grundsätzlich verständlich; die bevorstehende Desintegration darf die Stabilität des europäischen Finanzmarkts nicht gefährden.

Die Entwicklungen sind indessen nicht nur mit aufsichtsrechtlicher Rationalität zu erklären. Es kommen darin auch die unterschiedlichen politischen Präferenzen und Interessen der Mitgliedstaaten zum Ausdruck.<sup>197</sup> Aufbauend auf dem Diskussionsstand in der *politischen Ökonomie* können hier zwei gegensätzliche nationale Interessen erwähnt werden, die für die Gestaltung der Drittstaatenordnung prägend sind. Nach einem liberalen Ansatz soll das europäische Finanzmarktrecht gegenüber Drittstaaten offen ausgestaltet werden (*market-making approach*).<sup>198</sup> Das zentrale Instrument, um diese Offenheit zu realisieren, ist seit der Finanzkrise das *Äquivalenzprinzip*, welches sich im Sekundärrecht in-

<sup>190</sup> ESMA 2018 (FN 185), 4. So sollen Wertpapierfirmen gegenüber den europäischen Aufsichtsbehörden den Nachweis erbringen, dass die Initiative zum Geschäftsabschluss tatsächlich vom Kunden ausgegangen ist. Ferner soll dem EU-Kunden die Möglichkeit eines europäischen Gerichtsstands eröffnet werden, selbst wenn im Einzelfall tatsächlich von *Reverse Solicitation* auszugehen ist. Schliesslich soll auch eine generelle Überarbeitung bzw. Präzisierung der Regeln zur *Reverse Solicitation* in Betracht gezogen werden, um den Anwendungsbereich des Konzepts einzuschränken.

<sup>191</sup> Gemäss Kompromissvorschlag MiFIR (FN 171) soll Art. 46 Abs. 5 UAbs. 3 Satz 2 MiFIR um folgende Passage ergänzt werden: «Without prejudice to intragroup relationships, where a third-country firm, including through an entity acting on its behalf or having close links with such third-country firm or any other person acting on behalf of such entity, solicits clients or potential clients in the Union, it shall not be deemed as a service provided at the own exclusive initiative of the client» (Hervorhebung hinzugefügt). Eine analoge Ergänzung soll gemäss Kompromissvorschlag MiFID II (FN 171) in Art. 42 Abs. 1 UAbs. 1 MiFID II gemacht werden.

<sup>192</sup> ESMA 2018 (FN 185), 4; vgl. auch ESMA Opinion ESMA35-43-762 vom 13. Juli 2017 to support supervisory convergence in the area of investment firms in the context of the United Kingdom withdrawing from the European Union. Eine ähnliche Ansicht wird auch in der folgenden Stellungnahme der ESMA vertreten: MiFID II Supervisory briefing on the supervision of non-EU branches of EU firms providing investment services and activities vom 6. Februar 2019 (ESMA35-43-1493), Ziff. 3, 6, 12. Im gleichen Sinne haben sich auch die übrigen ESAs geäussert: Vgl. EBA Opinion on issues related to the departure of the United Kingdom from the European Union vom 12. Oktober 2017 (EBA/Op/2017/12); EIOPA Opinion on supervisory convergence in light of the United Kingdom withdrawing from the European Union vom 11. Juli 2017 (EIOPA-BoS-17/141).

<sup>193</sup> Vgl. dazu allgemein oben, Ziff. III.

<sup>194</sup> Vgl. dazu allgemein oben, Ziff. IV.

<sup>195</sup> QUAGLIA 2018 (FN 151), 244 ff., 247 ff., m.w.H.

<sup>196</sup> MOLONEY 2018 B (FN 69), N 6.63 ff.

<sup>197</sup> QUAGLIA 2018 (FN 151), 249 ff.; QUAGLIA 2015 (FN 151), 168.

<sup>198</sup> QUAGLIA 2018 (FN 151), 249; QUAGLIA 2015 (FN 151), 168; vgl. auch DAVID HOWARTH/LUCIA QUAGLIA, Brexit and the Single European Financial Market, *Journal of Common Markets Studies* 2017, Volume 55, 149–164, 150 f. und MOLONEY 2017 A (FN 69), 1345.

zwischen etabliert hat.<sup>199</sup> Dieser politische Ansatz wurde bis anhin vorwiegend durch das Vereinigte Königreich vertreten.<sup>200</sup> Die Drittstaatenordnung soll aus der Sicht des Vereinigten Königreichs bewusst liberal ausgestaltet sein, um Drittstaatenakteuren, die von London aus operieren, den Zugang zum europäischen Markt zu ermöglichen.

Im Kontrast zu dieser liberalen Politik steht der sog. *market-shaping approach*, der typischerweise von Frankreich und Deutschland verfolgt wird.<sup>201</sup> Nach dieser Politik sollte der Marktzugang eher restriktiv ausgestaltet werden um zu verhindern, dass die aufsichtsrechtlichen Prinzipien des europäischen Finanzmarktrechts missachtet werden. Entsprechend dienen äquivalenzbasierte Marktzugangsmechanismen nach diesem Verständnis überwiegend dazu, den «Import» finanzieller Instabilität aus Drittstaaten zu verhindern.<sup>202</sup> Die unterschiedlichen politischen Ansätze kamen besonders bei der Gestaltung des Drittstaatenregimes der AIFM-RL zum Ausdruck; die Tatsache, dass hier auf ein echtes Äquivalenzregime verzichtet wurde, ist Ausdruck eines Kompromisses.<sup>203</sup> Die jüngsten Entwicklungen, die eine Tendenz zur restriktiveren Gestaltung des Drittstaatenmarktzugangs im Sinne des *market-shaping* erkennen lassen, könnten als Vorboten einer kommenden Machtverschiebung gedeutet werden. Der schwindende Einfluss des Vereinigten Königreichs könnte eine Mitursache der zunehmenden Bedeutung des *market-shaping approach* darstellen. Darüber hinaus liegt die Prognose auf der Hand, dass sich diese Tendenz künftig noch verstärken dürfte.<sup>204</sup>

tenregeln von EMIR sowie MiFID II/MiFIR dar. Hinzu kommen legislative Bestrebungen zur Erweiterung des aufsichtsrechtlichen Einflussbereichs der ESAs mit Blick auf Drittstaatsverhältnisse. Wie erörtert, werden diese Entwicklungen politisch angetrieben durch restriktive Positionen der ESAs – allen voran die ESMA –, welche sich aktiv und öffentlich für eine restriktivere Drittstaatenpolitik aussprechen. Eine weitere Befürchtung ist, dass die gegenwärtige politische Interessenlage laufende Äquivalenzverfahren negativ beeinflussen könnte. Dies ist besonders für Drittstaaten wie die Schweiz nachteilig, die seit Jahren eine systematische Äquivalenzstrategie verfolgen und ihr Finanzmarktrecht europakonform gestalten.

Wie dargelegt, sind die politischen Ursachen der beschriebenen Entwicklungen vorwiegend im Brexit und der damit zusammenhängenden Desintegration zu sehen. Dabei spielen auch konträre politische Präferenzen einflussreicher Mitgliedstaaten eine Rolle. Dennoch treffen die Wirkungen dieser neuen Politik – ob beabsichtigt oder nicht – auch andere Drittstaaten wie z.B. die Schweiz. Es bleibt abzuwarten, ob sich die angedeuteten Trends fortsetzen. Sofern sich der Trend zu restriktiveren Drittstaatenregeln im Sinne des *market-shaping approach* in Zukunft verstärken sollte, dürfte sich in der Schweiz und anderswo eine rechtspolitische und strategische Neuorientierung aufdrängen. Dies scheint umso dringender, weil mit dem Ausscheiden des Vereinigten Königreichs eine gewichtige liberale Stimme im Prozess der politischen und rechtlichen Gestaltung der künftigen Drittstaatenordnung verstummen wird.

## VI. Fazit und Ausblick

Das Äquivalenzprinzip ist im modernen europäischen Finanzmarktrecht der derzeit vorherrschende Marktzugangsmechanismus und weist aus Drittstaatsicht – trotz der Unberechenbarkeit – viele Vorteile auf. Dieser Beitrag zeigt allerdings auf, dass die etablierten Prinzipien der Drittstaatenordnung im europäischen Finanzmarktrecht derzeit einem Wandel unterworfen sind. Erkennbar ist namentlich eine Tendenz, das Konzept des äquivalenzbasierten Marktzugangs zu relativieren. Anschauliche Beispiele für die erwähnten Entwicklungen stellen insb. die Reformvorschläge zu den Drittstaat-

<sup>199</sup> HOWARTH/QUAGLIA (FN 198), 150 f.; QUAGLIA 2018 (FN 151), 249; QUAGLIA 2015 (FN 151), 168.

<sup>200</sup> HOWARTH/QUAGLIA (FN 198), 150 f.; QUAGLIA 2018 (FN 151), 249; QUAGLIA 2015 (FN 151), 168.

<sup>201</sup> HOWARTH/QUAGLIA (FN 198), 150 f.; QUAGLIA 2018 (FN 151), 249; QUAGLIA 2015 (FN 151), 168.

<sup>202</sup> HOWARTH/QUAGLIA (FN 198), 150 f.; QUAGLIA 2018 (FN 151), 249; QUAGLIA 2015 (FN 151), 168.

<sup>203</sup> QUAGLIA 2015 (FN 151), 175 ff.; vgl. zum AIFM-Regime oben, Ziff. III.4.3.b.

<sup>204</sup> So sinngemäss auch HOWARTH/QUAGLIA (FN 198), 161.